

Regensburger
DISKUSSIONSBEITRÄGE
zur Wirtschaftswissenschaft

**Insolvenzplan, optionsbasierte Lösungen,
Verlustvorträge und vom Gesetzgeber
verursachte Sanierungshemmnisse**

Jochen Drukarczyk und Stefanie Schöntag

Nr. 414

Juli 2006

UNIVERSITÄT REGENSBURG

Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät

- I. Problemstellung
- II. Struktur des Insolvenzplanverfahrens und der Anreiz zur Sanierung
 - 1. Grundlagen
 - 2. Gläubigerklassen, Obstruktionsverbot und Minderheitenschutz
 - 3. Sanierungshilfen und Sanierungsrisiko aus der Sicht des Schuldners
- III. Lösungsvorschläge von Bebchuk und Aghion/Hart/Moore
 - 1. Ziele
 - 2. Voraussetzungen und Ablauf
 - 3. Folgen
- IV. Unternehmenswert, Fremdfinanzierung, Verlustvorträge und das Problem der Wertezuteilung auf Gläubiger und Eigentümer
 - 1. Daten und Annahmen
 - 2. Der Wert des reorganisierten Unternehmens bei ausschließlicher Eigenfinanzierung
 - 2.1 Keine Nutzung der Verlustvorträge
 - 2.2 Nutzung der Verlustvorträge
 - 3. Wertezuteilung unter Einschluß der Altfinanciers
 - 4. Wertezuteilung gemäß Bebchuk's Lösung
- V. Einfluß von rechtlichen Rahmenbedingungen
 - 1. Insolvenzplanverfahren und Alteigentümer
 - 2. Fortführung und die Nutzung von Verlustvorträgen
 - 2.1 Prinzip und Vorschrift
 - 2.2 Reorganisationsablauf und Verlustvortrag
- VI. Ergebnisse

I. Problemstellung

Wie die Rechtskleider aussehen sollten, die Sanierungsprozesse für Unternehmen lenken und strukturieren, ist eine sehr interessante und relevante Frage. Wir greifen aus diesem Problemfeld einen Teilaspekt heraus: Wir unterstellen, daß das Unternehmen insolvent gemäß den Kriterien des relevanten Rechtskleides ist, daß also Workouts oder freie Sanierungen bereits erfolglos stattgefunden haben oder versäumt worden sind. Die zentrale Frage ist jetzt, wie eine den Wert günstig gestaltende Verwertung des Vermögens gefunden werden kann und wie der Verteilungsprozeß dieses Wertes zu gestalten ist. Der Wert der Verwertungsform hängt ab von operativen Entscheidungen, aber auch von der Finanzierung des neuen Unternehmens, der Zeitdauer und den Kosten des gewählten Verfahrens, der Effizienz der während des Verfahrens zu treffenden Entscheidungen und der Nutzung der i.d.R. bestehenden Verlustvorträge. Die Ergebnisse des Verteilungsprozesses hängen entscheidend von den Vorgaben des Rechtskleides für den Verteilungsprozeß ab.

Wir stellen die Vorgaben des Rechtskleides der Insolvenzordnung einem optionsbasierten *Procedere*, das Bebchuk und Aghion/Hart/Moore vorgeschlagen haben, gegenüber. Anhand eines dreiperiodigen Beispielfalles entwickeln wir mögliche Bewertungs- und Wertzuweisungsergebnisse und zeigen, daß und wie Eigenschaften des Rechtskleides auf Wert und Wertzuteilung wirken.

II. Struktur des Insolvenzplanverfahrens und der Anreiz zur Sanierung

1. Grundlagen

Zweck des Insolvenzplans ist es, den Beteiligten einen Rechtsrahmen für die einvernehmliche Bewältigung der Insolvenz im Wege von Verhandlungen und privatautonomen Austauschprozessen zu ermöglichen. Damit wird den Akteuren (Gläubigern, Arbeitnehmern, Schuldner) die Option eingeräumt, die Bewältigung der Insolvenz zu privatisieren.¹ Der Rechtsausschuß bezeichnet das Rechtsinstitut Insolvenzplan als Kernstück der neuen Insolvenzordnung.²

Als Planarchitekten dürfen der Schuldner (§ 218 (1) InsO), der einen Insolvenzplan bereits mit dem Antrag auf Eröffnung eines Insolvenzverfahrens vorlegen kann, und der Insolvenzverwalter, der im Auftrag der Gläubigerversammlung tätig werden kann (§ 218 (2) InsO), auftreten; ob der vorläufige Insolvenzverwalter im Rahmen seiner in §§ 21, 22 InsO definierten Pflichten zur Insolvenzplanerstellung befugt ist, ist offen. Daß er faktisch Vorarbeiten für ei-

¹ So Eidenmüller, H. (1996), S. 164.

² Vgl. Balz, M./Landfermann, H.-G. (1995), S. 322.

nen möglichen Plan leisten wird, liegt indessen nahe.³ Gegenstand des Insolvenzplans kann sein die Fortführung des Unternehmens unter Mitwirkung der Mehrzahl der Altfinanciers, die übertragende Sanierung,⁴ die in der Übertragung des Vermögens auf eine Gesellschaft oder in Form von Einzelübertragungen der von Schulden befreiten Betriebsteile besteht, oder eine Mischung der genannten Strategien.

Aus ökonomischer Sicht ist das Insolvenzplanverfahren von erheblichem Interesse. Fragestellungen sind: Wird eine Verwertungsform gefunden, die den Wert des Vermögens maximiert? Entsprechen die Verteilungsergebnisse, die Insolvenzpläne beabsichtigen bzw. nach sich ziehen, den Rechtspositionen, die die Financiers vertraglich ausbedungen hatten? Gelingt es, externe Effekte, also Entscheidungen zu Lasten Dritter, zu begrenzen bzw. zu verhindern? Wie hoch sind die Transaktionskosten von Insolvenzplanverfahren? Mit welchen Kapitalstrukturen verlassen Unternehmen das Insolvenzplanverfahren und wie hoch ist die Wahrscheinlichkeit einer erneuten Insolvenz?⁵

2. Gläubigerklassen, Obstruktionsverbot und Minderheitenschutz

Die Absichten des Gesetzgebers, vertraglich ausbedungene Vorinsolvenzrechte von Gläubigern bestandsfest zu machen, Entscheidungen zu Lasten Dritter zu hemmen und die Transaktionskosten des Verfahrens zu begrenzen, sind belegbar. Im Insolvenzplanverfahren, das das Ziel der Unternehmensfortführung unter Beibehaltung der Mehrzahl der Altfinanciers zum Gegenstand hat, gilt es eine Entscheidung unter einer Vielzahl von Akteuren mit unterschiedlichen Kapitaleinsätzen und Rechtsausstattungen herbeizuführen, die den Vorteil aus der Kooperation, den Kooperationsgewinn, maximiert. Die erste Aufgabe besteht i.d.R. darin, die regelmäßig bestehenden Informationsdifferenzen einzuebnen.⁶ Die Insolvenzordnung unternimmt hier zahlreiche Anläufe, um per Deckungsrechnungen für Verfahrenskosten (§ 26 InsO), Vermögensübersichten, datiert auf dem Zeitpunkt der Eröffnung des Verfahrens (§§ 151, 153 InsO), und die Anlagen zum Insolvenzplan gemäß §§ 220, 221, 229, 230 InsO eine rationale Entscheidungen der Gläubiger ermöglichende Informationsbasis zu schaffen.⁷ Zur Transaktionskostensenkung soll die Strukturierung der Entscheidungsfindung gestützt auf die Informationsbereitstellung beitragen. Gläubiger stimmen in Gruppen (§ 243 InsO) über den Insolvenzplan ab; Gläubiger mit gleicher Rechtstellung bilden eine Gruppe. Für die Abstimmung gilt eine doppelte Mehrheitsregel: die Mehrheit der Gläubiger und die Betragsmehrheit der Ansprüche muß für den Plan stimmen (§ 244 InsO). Eine Benachteiligung von über-

³ Daß die Zahl der potentiellen Planarchitekten durch die InsO nicht weiter erhöht wurde, um den Ideenwettbewerb um Verwertungsoptionen anzuregen, wurde in der Literatur kritisiert. Vgl. z.B. *Eidenmüller*, H. (1996), S. 173–177; *Hax*, H. (1989), S. 30.

⁴ Vgl. zu Begriff und Struktur *Schmidt*, K. (2003), S. 631/632.

⁵ *Hotchkiss*, E. (1995) berichtet von einer refiling rate von 32% in einer Stichprobe von 197 amerikanischen Unternehmen. Vgl. auch *Jensen-Conklin*, S. (1991); *Gilson*, St. C. (1993), (1997).

⁶ Vgl. zur Bedeutung von Informationsverteilungen im Rahmen von Insolvenzplanverfahren *Eidenmüller*, H. (1996), S. 170–173; *Eidenmüller*, H. (1999), S. 57–73.

⁷ Vgl. die kritische Beurteilung der verfahrensinternen Rechnungslegung bei *Heni*, B. (2006), S. 52 ff.

stimmten Gläubigern bzw. des Schuldners verhindern die Regelungen in § 251 bzw. § 247 InsO: Wird ein Gläubiger bzw. der Schuldner „durch den Plan schlechter gestellt als er ohne einen Plan stünde,“ kann der Plan vom auf die Überwachung des Ablaufs beschränkten Gericht nicht bestätigt und damit nicht realisiert werden. Als Bezugspunkt für die Position ohne einen Plan definiert die herrschende Meinung den Fall der Liquidation. Als Bezugspunkt kann indessen auch die übertragende Sanierung dienen, die nicht generell über einen Insolvenzplan realisiert werden muß, sondern gemäß § 160 (2) Ziff. 1 InsO vom Insolvenzverwalter im Rahmen des Regelverfahrens initiiert werden kann.

Insolvenzpläne sind vom Scheitern bedroht, wenn eine Gläubigergruppe dem Plan nicht mit den erforderlichen Mehrheiten zustimmt. Für diesen Fall hält die Insolvenzordnung das sog. Obstruktionsverbot (§ 245 InsO) bereit. Abbildung 1 stellt die Konstruktionsbestandteile der Norm vor.

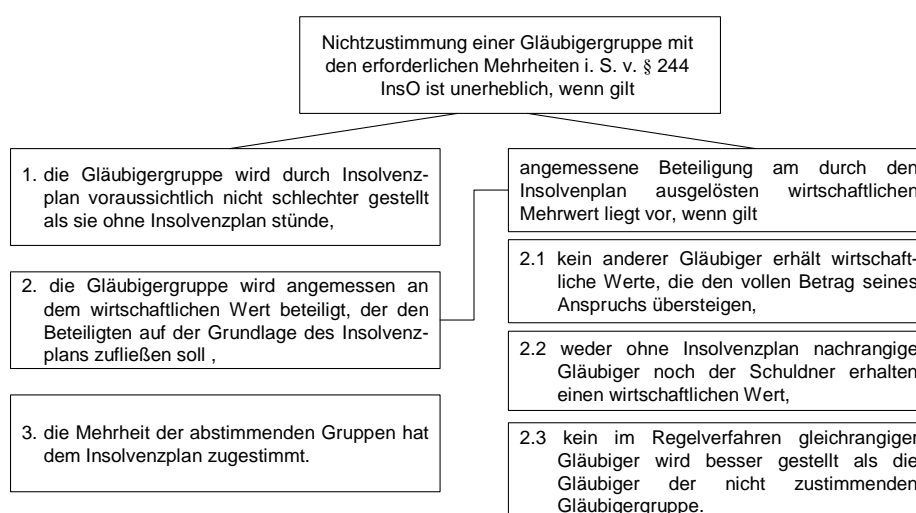


Abbildung 1: Bestandteile des Obstruktionsverbotes nach § 245 InsO

Die Vorschrift entfaltet einen Satz von Bedingungen, deren Einhaltung dazu führt, daß das ablehnende Votum einer Gläubigergruppe unschädlich für die Annahme des Plans ist: Die Mehrheit der abstimmenden Gruppen (nicht der Gläubiger) muß dem Plan zustimmen. Die Realisierung des Plans darf die Anspruchserfüllung der ablehnenden Gruppe nicht unter das Niveau absenken, das bei einer möglichen alternativen Verwertung nachweislich möglich wäre. Diese Alternative kann in der Liquidation oder in übertragender Sanierung bestehen. Ziffer 2.1 definiert eine Obergrenze der Anspruchserfüllung: Eine Gläubigergruppe muß nicht akzeptieren, daß Gläubiger, die einer anderen Gruppe angehören, mehr erhalten als ihnen bei vertragskonformer Erfüllung zusteht. Interpretationsbedürftig erscheint das Postulat der angemessenen Beteiligung „an dem wirtschaftlichen Wert (...) der auf der Grundlage des Plans den Beteiligten zufließen soll“ (§ 245 (1) Ziff. 2 InsO). Diese Formulierung erweckt den Anschein, als bestünden deutliche Freiheitsgrade, wie ein ökonomischer, durch die Kooperation via Plan erreichbar erscheinender Mehrwert auf die Akteure verteilt werden könnte. Dies trifft indessen nur für von keiner Gläubigergruppe abgelehnte Pläne zu. Lehnt eine Gruppe ab, ist den Bedingungen von § 245 InsO streng zu folgen. Als durch den Plan generierten ökonomischen Mehrwert könnte der Barwert künftiger Überschüsse bei Fortführung des Unternehmens abzüglich des Barwertes der zweitbesten Alternative, die in der Liquidation bestehen könnte, gelten. Bei Liquidation, im so genannten Regelverfahren, gilt eine Befriedigungsreihenfolge, die an der Rechtsausstattung der Gläubiger ansetzt und vorrangig - Masseverbindlichkeiten und Arbeitnehmeransprüche ausgeklammert - durch die Kreditsicherungsrechte be-

stimmt ist. Diese Anspruchsrangfolge gilt prinzipiell auch im Insolvenzplanverfahren, es sei denn, gesicherte Gläubiger machten freiwillige Zugeständnisse. Erweitert ein via Plan erreichbarer ökonomischer Mehrwert das gemäß Liquidation Verteilbare und setzt man die Prämisse, daß die Werte der Sicherungsgüter und damit die Höhe gesicherter Ansprüche nicht vom Ausgang des Verfahrens abhängen, ist der Mehrwert den Gläubigern mit ungesicherten (Rest-) Ansprüchen quotal zuzuschreiben, denn im Planverfahren gilt das Prinzip der Gleichbehandlung (§ 226 (1) InsO). Sind die Gläubiger mit nicht besicherten (Rest-) Ansprüchen in Gruppen unterteilt (z.B. Insolvenzgläubiger (§ 38 InsO) und nachrangige Insolvenzgläubiger (§ 39 InsO)), gibt es wiederum keine Freiheitsgrade bei der Verteilung des Mehrwertes, wenn ablehnende Voten mit Sicherheit vermieden werden sollen: Ansprüche der Gläubiger mit Nachrang werden erst dann befriedigt, wenn die Insolvenzgläubiger per Plan Zahlungsverprechen erhalten, die dem vollen Wert ihrer vertragskonformen Forderungen entsprechen. Der Schuldner erhält erst dann wirtschaftliche Werte, wenn die Ansprüche aller Gläubiger per Plan glattgestellt sind (§ 245 (2) Nr. 2 InsO).

3. Sanierungshilfen und Sanierungsrisiko aus der Sicht des Schuldners

Die InsO liefert ein Verfahrensgerüst, das die Befriedigung der Gläubigeransprüche zum Ziel hat. Zugleich enthält das Verfahrensgerüst Hilfen, die dem Schuldner bei der Durchsetzung einer konsensualen Lösung Unterstützung bieten. Zu nennen sind insbesondere:⁸

- die Option, einen Insolvenzplan im Start des Verfahrens zu präsentieren,
- die Realisierung einer Zugriffssperre, die gesicherten Gläubigern den Sofortzugriff auf Sicherungsgüter nimmt, um den Kombinationsmehrwert zu sichern,
- die Option der Eigenverwaltung,
- die Möglichkeit, widersprechende Gläubiger durch Gruppenbildung zu binden, und damit das Akkordstörer-Problem, das Workout-Lösungen regelmäßig bedroht, zu reduzieren, wenn nicht zu lösen,
- weniger aufwendige Kündigungslösungen,
- Erwartung einer Restschuldbefreiung,
- Widerspruchsrechte des Schuldners.

Diesen Eigenschaften, die die Chancen für eine Fortführung unter Beteiligung der Alteigentümer erhöhen, steht das Risiko des Verlustes des (verbleibenden) Wertes des Eigenkapitals gegenüber. Dieses Risiko realisiert sich, wenn Insolvenzpläne nicht die Zustimmung der Gläubiger gewinnen und das Verfahren in die Liquidation einschwenkt oder in eine Gesamtveräußerung der Vermögensgegenstände mündet. Es realisiert sich auch, wenn Gläubiger die Bedingungen des Obstruktionsverbotes nutzen, um den Eigentümer die Partizipation am wirtschaftlichen Mehrwert, der durch einen Plan generiert wird, zu versagen. Aus theoretischer Sicht sind die Voraussetzungen für diese Strategie vermutlich häufig gegeben: Wenn der Fortführungswert des Unternehmens nach operativer Sanierung die Höhe der Gläubigeran-

⁸ Vgl. z.B. *Drukarczyk, J.* (2002).

sprüche (vor deren Sanierungsbeiträgen) unterschreitet, kann bei strikter Einhaltung der im § 245 InsO angelegten Zuteilungsrangfolge Eigentümern kein wirtschaftlicher Wert zugesprochen werden. Aus ökonomischer Sicht sind sie aus dem Spiel. Da ökonomische Überschuldung i.S.v. Fortführungswert < Ansprüche Dritter für insolvente Unternehmen der Regelfall sein dürfte, ist dieses Risiko nicht zu vernachlässigen.⁹

In der Realität ist das Risiko für Alteigentümer, via Reorganisationsplan voll abgedrängt zu werden, deutlich geringer. Aus den USA liegen zahlreiche Untersuchungen vor, die belegen, daß die Nichtbeachtung der Prioritätenrangfolge (absolute priority rule) die Regel im amerikanischen Reorganisationsverfahren ist.¹⁰ In der Literatur herrscht keine Übereinstimmung über die Gründe und die Einschätzungen: Liegt ein Beleg für eine Verfahrenseffizienz vor oder erlauben Gläubiger Alteigentümern mit voller Absicht, am Reorganisationswert teil zu haben, obwohl Gläubigerpositionen nicht vollständig glattgestellt sind?

Ein jüngerer Urteil der amerikanischen Rechtsprechung hat dem „new value“-Konzept Auftrieb gegeben. Das Urteil besteht im Kern in der Regelung, daß Alteigentümer bei Widerspruch einer Gläubigerklasse nur dann Eigentumsrechte am reorganisierten Unternehmen halten können, wenn sie neue Mittel einlegen (new value exception)¹¹ und wenn die Verhältnismäßigkeit von Einlage und Eigentumsrechten durch einen Markttest belegt ist.¹² Überträgt man diese Interpretation auf § 245 InsO, ist aus theoretischer Sicht das Risiko für Alteigentümer, die kein neues Eigenkapital einschießen, durch Altgläubiger abgedrängt zu werden, hoch. Faktisch ist das Risiko indessen wesentlich geringer.

III. Lösungsvorschläge von Bebchuk und Aghion/Hart/Moore

1. Ziele

Bebchuk hat in mehreren Veröffentlichungen einen Vorschlag zum Ablauf von Reorganisationsverfahren im Rahmen von Chapter 11 BC vorgelegt, der folgende Ziele verfolgt:¹³

⁹ Eigentümer insolvenzbedrohter Unternehmen können dieses Risiko über den Zeitpunkt, zu dem sie Insolvenz auslösen bzw. Verhandlungen mit den Gläubigern aufnehmen, steuern. Die herrschende Meinung ist jedoch, daß diese Zeitpunkte regelmäßig (zu) spät liegen.

¹⁰ Vgl. z.B. *Lopucki, L.M./Whitford, W.C.* (1990); *Weiss, L.A.* (1990); *Franks, J.R./Torous, W.N.* (1989); *Eberhardt, A.C./Moore, W.T./Roenfeldt, R.L.* (1990).

¹¹ Vgl. etwa *Neville, D.* (1995).

¹² „... it would be a fatal flaw if old equity acquired or retained the property interest without paying full value. a plan, making no provision for competing bids necessarily be made by a judge in bankruptcy court, whereas the best way to determine value is exposure to a market“. So der Supreme Court of the US in *Bank of America Nat. Trust and Sav. Assn. v. 2003 North LaSalle Street Partnership*, Urteil vom 2.11.1998.

¹³ Vgl. *Bebchuk, L.A.* (1989); (1999a); (1999b).

- Der Prozeß des Aushandelns eines Reorganisations- oder Insolvenzplans müsse verkürzt werden, um direkte Insolvenzkosten zu senken und suboptimale Investitionsentscheidungen während des Verfahrens zu vermeiden.¹⁴
- Der Verhandlungsprozeß führe zu Aufteilungen des Fortführungswertes unter den Finanziers, die im Widerspruch zu den Vorinsolvenzrechten bzw. der absolute priority rule stünden.¹⁵ Dies sei zu vermeiden.
- Bewertungsentscheidungen sollten Insolvenzrichtern entzogen werden. Diejenigen sollten entscheiden, die Geld einsetzen.

2. Voraussetzungen und Ablauf

Das Insolvenzverfahren ist eröffnet. Eine Herausgabesperre ist verhängt. Der Insolvenzverwalter prüft die Fortführungsfähigkeit, Forderungen der Gläubiger, Werthaltigkeit der Sicherungsrechte, bestehende Liefer- und Abnahmerverträge, spricht Kündigungen aus etc. Nach Bildung der Gläubigergruppen und Feststellung der Ansprüche legt der Insolvenzverwalter die Kapitalstruktur des „neuen“ Unternehmens fest. Bebchuk entscheidet aus Vereinfachungsgründen für eine nur aus Eigenkapital bestehende Kapitalstruktur. Die Alteigentümer erhalten Optionsrechte – im folgenden A-Rechte-, deren Ausübungspreis exakt dem Betrag aller in der Priorität vorgehenden Ansprüche der Gläubiger pro Eigenkapitaltitel entspricht. Gläubiger der letzten Rangstufe n erhalten Optionsrechte (B-Rechte), deren Ausübungspreis exakt dem Betrag der diesen Gläubiger vorgehenden Ansprüchen pro Eigenkapitaltitel entspricht. Jede Gläubigergruppe, ausgenommen die erstrangige, erhält somit Optionsrechte mit definierten Ausübungspreisen. Die Altfinanziers werden aufgefordert bis zu bestimmten Stichtagen über die Ausübung der Optionen sequentiell zu entscheiden. Üben die Alteigentümer aus, erhalten sie die Eigentumsrechte; die Gläubiger werden bar ausgezahlt. Üben die Eigentümer nicht aus, sind die Gläubiger der Rangstufe n aufgefordert, ihre Optionsrechte zu nutzen. Üben sie aus, halten sie die Eigentumsrechte; die Gläubiger auf höheren Rangstufen werden bar ausgezahlt. Üben sie nicht aus, werden die Gläubiger auf Rangstufe n-1 aufgefordert zu entscheiden. Die Gruppe, die die Eigentumsrechte hält, entscheidet über die Details der Verwendung des Vermögens.

3. Folgen

Die Vorinsolvenzrechte werden voll respektiert. Keine Gruppe muß Zugeständnisse an die Verhandlungsmacht anderer machen. Richterliche Wertungsentscheidungen finden nicht statt; ein Unternehmenswert muß nicht ausgewiesen und durch Gruppenentscheidungen nicht bestätigt werden. Relevant sind die subjektiven Bewertungskalküle der Anspruchsinhaber, die das vorhandene Insiderwissen reflektieren. Der Zeitbedarf im Vergleich zu einem Aushand-

¹⁴ Vgl. etwa Weiss, L.A (1990); Drukarczyk, J. (1995).

¹⁵ Vgl. zu einschlägigen empirischen Untersuchungen Lopucki, L.M./Whitford, W.C. (1990); Weiss, L.A. (1990); Franks, J.R./Torous, W.N. (1989); Eberhart, A.C./Moore, A.C./Roelfeldt, R.L. (1990). Deutsche Untersuchungen liegen nicht vor.

lungsprozeß dürfte deutlich geringer sein. Die direkten Insolvenzkosten sind im Vergleich zum Insolvenzplanverfahren geringer. Keine Gläubigergruppe erhält mehr als ihr zusteht. Die Alteigentümer werden regelmäßig ausscheiden, wenn die oben genannte These zur ökonomischen Überschuldung insolventer Unternehmen zutrifft: Die Zuzahlungen, die den A-Rechten zugeordnet sind, sind zu hoch, wenn man die empirischen Verhältnisse unterstellt. Es sind indessen Anpassungsprozesse denkbar: Wäre Bebchuk's Lösungsvorschlag Bestandteil des Rechts und wäre die Haftungsverwirklichung in Form von Zahlungen als Voraussetzung des Rechtes zur Fortführung bekannt, könnte dies ex-ante-Effekte in Form niedrigerer Verschuldungsgrade, früherer Verfahrenseintritte oder Rückgriff auf Workout-Lösungen haben.

Verfeinerungen werden von Aghion/Hart/Moore vorgeschlagen.¹⁶ Diskussionswürdig ist, ob für das „neue“ Unternehmen eine reine Eigenkapitalstruktur zu wählen ist. Fremdkapital hat eine wichtige und wirksame Funktion der Disziplinierung auf Management bzw. die Eigentümer. Auf diese Funktion muß nicht verzichtet werden. Es trifft zu, daß Unternehmen Reorganisations- bzw. Insolvenzplanverfahren in der Realität mit zu hohen Verschuldungsgraden verlassen,¹⁷ wie die hohen refiling rates in den USA belegen. Dies ist kein Grund, in das andere Extrem zu verfallen und reine Eigenkapitalstrukturen vorzuschlagen.¹⁸ Außerdem verzichten die Akteure auf die Nutzung steuerlicher Vorteile, die auch beim Wiederaufstieg insolventer Unternehmen i.d.R. erzielbar sind. Deshalb könnte der Vorschlag insoweit modifiziert werden, daß Fremdmittel gesicherter Altgläubiger stehen bleiben, unter der Bedingung daß sie durch den Wert der Sicherheiten gedeckt werden können. Beides wäre vom Insolvenzverwalter zu überprüfen. Damit fallen die Ausübungspreise der Optionsinhaber: deren Finanzierungsprobleme sind reduziert, Transaktionskosten für das Aufbringen neuen Fremdkapitals werden gespart. Der nach Einschätzung von Aghion/Hart/Moore wichtigere Beitrag ist der Vorschlag, generell cash bids und non cash bids für das Unternehmen, dessen leistungswirtschaftliche Sanierung durch den Insolvenzverwalter in Gang gesetzt ist und dessen Kapitalstruktur vorrangig aus Eigenkapital besteht, einzuholen. Cash bids haben Signalfunktion für die Optionsinhaber: sie geben Hinweise auf den möglichen Marktwert der Eigentumsrechte,¹⁹ und sie weisen den Inhabern der Eigentumsrechte eine Ausstiegsmöglichkeit.

¹⁶ Vgl. Aghion, P./ Hart, O./ Moore, J. (1991), (1993), (1994).

¹⁷ Vgl. z.B. Jensen-Conklin, S. (1991); Gilson, St.C. (1997).

¹⁸ Bebchuk wählt diese Finanzierung vorrangig aus Vereinfachungsgründen.

¹⁹ Es sind nur Hinweise, weil der Wettbewerb unter potentiellen Bietern häufig bescheiden ist, weil Bieter häufig der gleichen Branche entstammen und im Falle von Strukturkrisen ebenfalls Finanzierungsprobleme haben dürften und weil analog zu Übernahmestrategien Erstbieter riskieren, auf ihren Such- und Analysekosten sitzen zu bleiben.

IV. Unternehmenswert, Fremdfinanzierung, Verlustvorträge und das Problem der Wertezuteilung auf Gläubiger und Eigentümer

1. Daten und Annahmen

Ausgangspunkt ist ein Unternehmen mit beschränkter Haftung im eröffneten Insolvenzverfahren. Sanierungsversuche außerhalb des Insolvenzverfahrens wurden nicht unternommen oder sind gescheitert. Die Eigentümer des insolventen Unternehmens nutzen ihr Recht zur Planvorlage gem. § 218 (1) InsO und legen den Gläubigern einen Insolvenzplan zur Abstimmung vor. Die Gläubiger des Unternehmens werden gemäß ihrer Rechtstellung in zwei Gruppen eingeteilt: Gruppe 1 faßt Gläubiger mit Vorrangrechten zusammen; Gruppe 2 besteht aus nachrangigen Gläubigern. Die Vorrangrechte von Gruppe 1 sind im Fortführungsfall so ausgestaltet, daß Zinszahlungen an Gruppe 1 vorrangig zu leisten sind. Mit den verbleibenden Einzahlungsüberschüssen können Zinszahlungen an Gläubiger der Gruppe 2 geleistet werden. Tilgungszahlungen sind ebenfalls zuerst an Gläubigergruppe 1 zu leisten. Für alle Beteiligten unterstellen wir vereinfachend homogene Erwartungen. Wir konstruieren ein 3-Perioden Modell und unterstellen die in Tabelle 1 dargestellten operativen Einzahlungsüberschüsse vor Zinsen und Steuern.²⁰ Die Verteilung unterstellt, daß die Einzahlungsüberschüsse einer Periode unabhängig von dem in der Vorperiode eingetretenen Zustand sind. Nach Periode 3 wird das Unternehmen stillgelegt, Erlöse fallen dabei nicht an.

Umweltzustand	Eintrittswahrscheinlichkeit	Operativer Cash Flow
1	0,25	50
2	0,50	300
3	0,25	900

Tabelle 1: Operativer Cash Flow vor Zinsen und Steuern

Weiter treffen wir folgende Annahmen:

- Wir befinden uns in einer Welt mit einfacher Gewinnsteuer auf Unternehmensebene. Der Gewinnsteuersatz s_u beträgt 37,5%.²¹
- Die risikolose Rendite i beträgt 6%.
- Die Verteilung der Marktrendite r_M in jeder der drei Perioden ist in Tabelle 2 dargestellt. Der Erwartungswert der Verteilung $E(\tilde{r}_M)$ beträgt 0,1, die Varianz σ_M^2 0,01125. Der Risikopreis λ ist 3,56.

²⁰ Alle Angaben in Mio. Euro.

²¹ Diese Belastung entspricht der im Halbeinkünfteverfahren bei $s_K=0,25$ und $s_{GE}=0,1667$ unter der Annahme, daß gewerbesteuerlich relevante Zinszahlungen Nichtdauerschulden darstellen.

Umweltzustand	Eintrittswahrscheinlichkeit	Marktrendite
1	0,25	-0,05
2	0,50	0,10
3	0,25	0,25

Tabelle 2: Marktrendite

- Die periodische Abschreibung beträgt 200, Reinvestitionen finden nicht statt.
- Zinszahlungen werden vor Tilgungszahlungen geleistet²² und kürzen die steuerliche Bemessungsgrundlage des Unternehmens.
- Gläubigergruppe 1 hält im Zeitpunkt 0 nominale Forderungen in Höhe von 600. Der vertraglich vereinbarte Zinssatz ist 10%, die vertraglich vereinbarte jährliche Tilgung 200.
- Die nominale Forderung von Gläubigergruppe 2 im Zeitpunkt 0 beträgt 150. Der Vertragszinssatz ist 12%, die vertragliche jährliche Tilgung 50.
- Kann in einer Periode bzw. einem Zustand die vertraglich vereinbarte Zinszahlung nicht geleistet werden, erhöht der ausstehende Zins den Fremdkapitalbestand der betreffenden Gläubigergruppe und den Zins- und Tilgungsanspruch in den Folgeperioden.
- In Periode 3 erfolgt, soweit möglich, die restlose Tilgung aller ausstehenden Kredite.
- Im Vorfeld der Krise sind Verlustvorträge i.H.v. 800 aufgelaufen; negative Jahresüberschüsse einer Periode erhöhen den Verlustvertrag; bis zum Ende von Periode 3 nicht genutzte Verlustvorträge verfallen.
- Einkommensteuern werden nicht berücksichtigt.
- Bei Liquidation des Unternehmens im Zeitpunkt 0 kann ein Erlös V^L von 450 erzielt werden. Dieser fließt ausschließlich Gläubigern der Gruppe 1 zu.

Zur Bewertung der unsicheren zukünftigen Zahlungen werden risikoangepaßte Barwertfaktoren herangezogen.²³ Mit diesen können zustandsabhängige Zahlungen in risiko- und zeitanangepaßte Marktwertbeiträge umgerechnet werden.²⁴ $RABF_{i,1}$ beträgt 0,36163522, $RABF_{i,2}$ 0,471698113, $RABF_{i,3}$ 0,110062893.

Nun ist zu klären, wie die aufgelaufenen Verlustvorträge zu behandeln sind. Kann das insolvente Unternehmen die steuerlichen Vorteile aus den Verlustvorträgen nutzen, und wie sieht ggf. diese Nutzung aus? Für die Frage, ob die Verrechnung von Gewinnen mit den Verlustvorträgen stattfinden kann, ist § 8 IV KStG einschlägig. Den Aufbau der Norm stellt Abbildung 2 dar.

²² Vgl. § 367 BGB.

²³ Vgl. Drukarczyk (2003), S. 376-378.

²⁴ Sie bestimmen sich für den Zustand j im Zeitpunkt i gemäß folgender Formel: $RABF_{i,j} = \frac{P_{i,j}}{1+i} \left[1 - \lambda(\tilde{r}_{M,i,j} - E[\tilde{r}_{M,i}]) \right]$

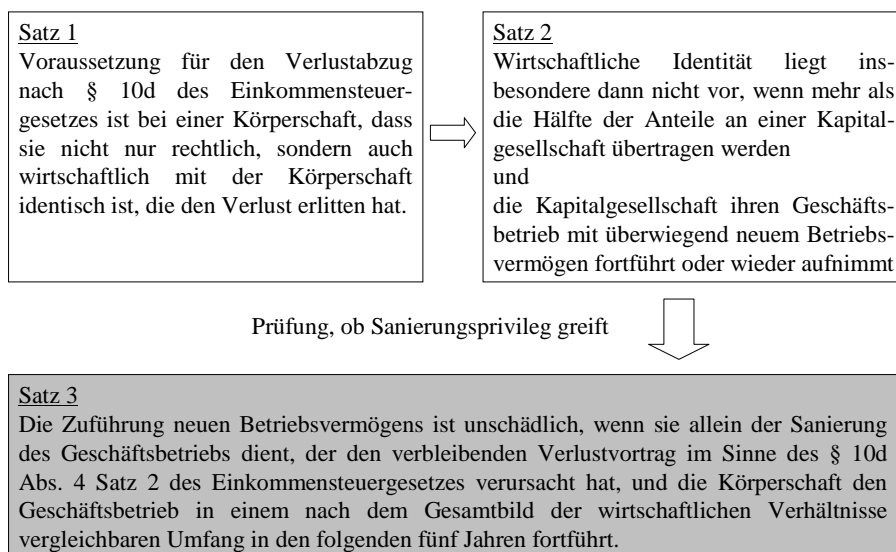


Abbildung 2: Aufbau § 8 IV KStG

§ 10d EStG regelt den Umfang der Verlustnutzung: Verlustvorträge dürfen in Höhe des Sockelbetrags von 1 Mio. Euro zu 100% mit den Einkünften der Periode verrechnet werden. Darüber hinausgehende Einkünfte können bis zu einem Anteil von 60% mit aufgelaufenen Verlustvorträgen verrechnet werden.

2. Der Wert des reorganisierten Unternehmens bei ausschließlicher Eigenfinanzierung

Wir beginnen die Betrachtung unter der Fiktion der reinen Eigenfinanzierung. Auswirkungen der realisierten Kapitalstruktur und der Wertezuteilung auf Gläubigergruppen und Eigentümer werden vorerst ausgeblendet. Zwei Fälle werden untersucht: (1) In der Verlustphase vor Insolvenzeröffnung aufgelaufene Verlustvorträge können nicht genutzt werden. (2) Die Nutzung der aufgelaufenen Verlustvorträge ist möglich.

2.1 Keine Nutzung der Verlustvorträge

Der im Vorfeld der Krise aufgelaufene Verlustvortrag kann nicht genutzt werden, wenn die Vorschrift des § 8 IV KStG greift. Jedoch können bei Vorliegen negativer Jahresüberschüsse in der Reorganisationsphase neue Verlustvorträge aufgebaut werden. Die Verteilung der möglichen Zahlungen an die Eigentümer ist in Abbildung 3 dargestellt.²⁵ Der Unternehmenswert bei Eigenfinanzierung V^E beträgt 616,0.²⁶

²⁵ Anhang 1 zeigt die Ermittlung der zustandsabhängigen periodischen Zahlungen.

²⁶ Zur Berechnung von V^E vgl. Anhang 2.

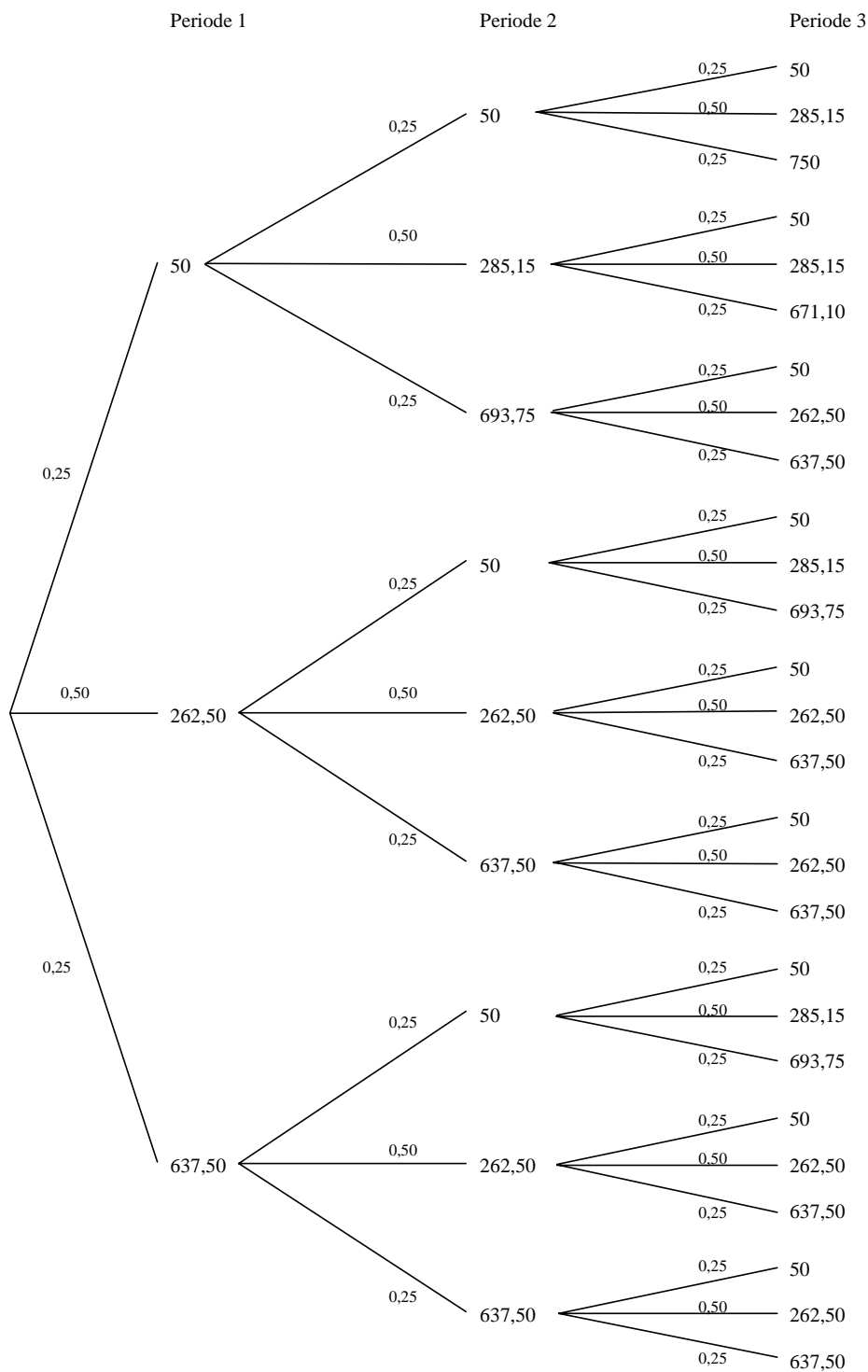


Abbildung 3: Zahlungen bei Eigenfinanzierung ohne Nutzung des Verlustvortrags

2.2 Nutzung der Verlustvorträge

Ist die Nutzung der Verlustvorträge in Höhe von 800 möglich, hat die Zahlungsverteilung an die Eigentümer das in Abbildung 4 dargestellte Aussehen.

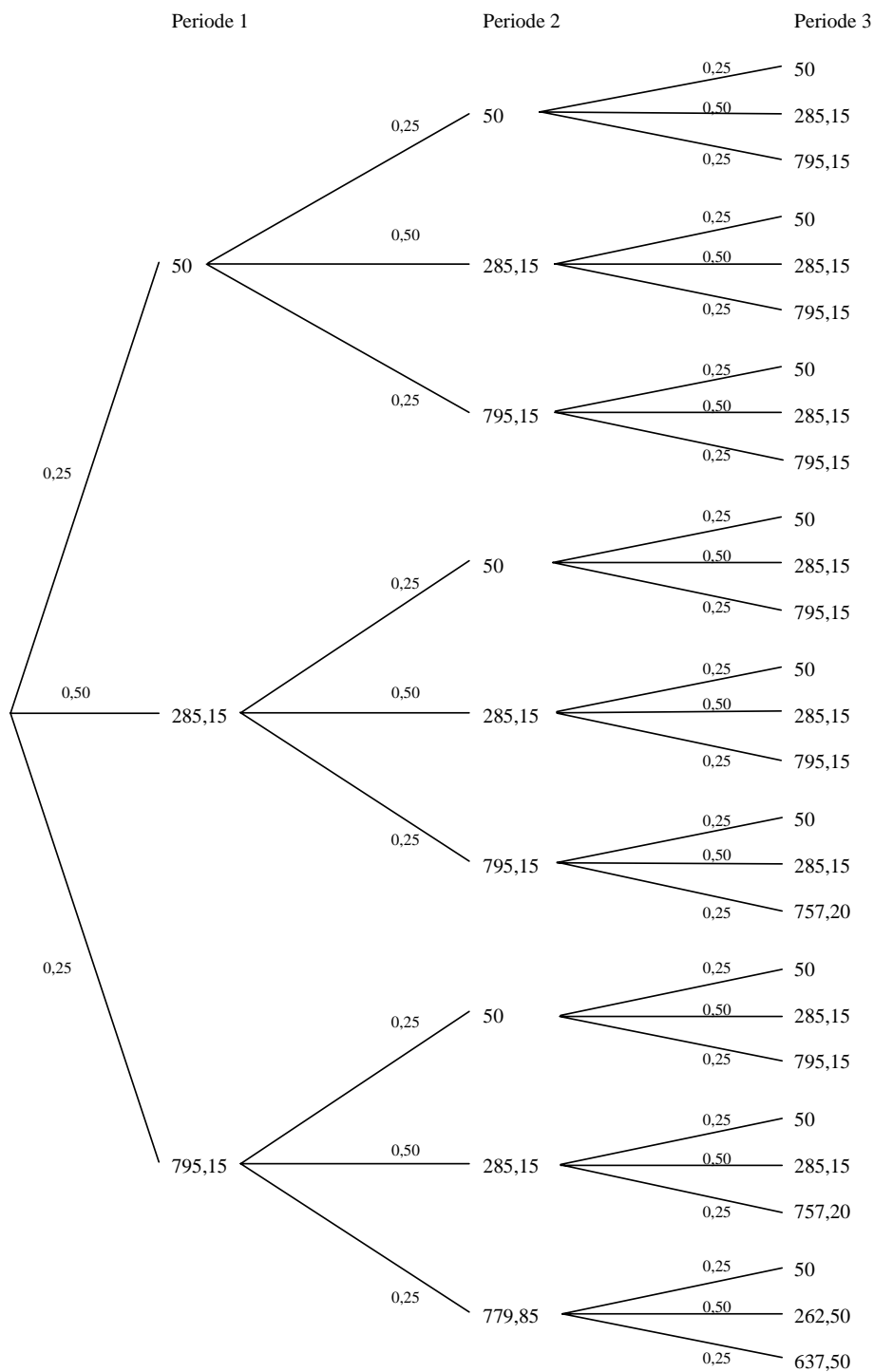


Abbildung 4: Zahlungen bei Eigenfinanzierung und Nutzung des Verlustvortrags

Der Unternehmenswert bei Eigenfinanzierung V^E beträgt 679,3.²⁷ Die Möglichkeit der Verrechnung der Verlustvorträge steigert den Unternehmenswert deutlich. Der Barwertvorteil, der aus der Verrechenbarkeit der Verlustvorträge entsteht (63,3) erhöht den Unternehmenswert im Vergleich zum Fall 1 um 10,3%.²⁸

Beide Fälle führen zu Unternehmenswerten, die den im Zeitpunkt 0 erzielbaren Liquidationserlös V^L von 450 übersteigen. Unter ökonomischen Gesichtspunkten sollte die Fortführung des Unternehmens gewählt werden.

3. Wertezuteilung unter Einschluß des Altfinanciers

Wir geben nun die Fiktion der reinen Eigenfinanzierung auf. Unter Beachtung der realisierten Kapitalstruktur und der Reihenfolge der Bedienung der Ansprüche der beiden Gläubigergruppen ergeben sich die in Abbildung 5 für Gläubigergruppe 1 und in Anhang 4 und 5 für Gläubigergruppe 2 bzw. Eigentümer dargestellten Zahlungsverteilungen. Für die Zahlungsflüsse an die beiden Gläubigergruppen, Fiskus und Eigentümer unterstellen wir folgende Reihenfolge:

1. Zinszahlungen an Gläubiger 1
2. Zinszahlungen an Gläubiger 2
3. Steuerzahlungen
4. Tilgungszahlungen an Gläubiger 1
5. Tilgungszahlungen an Gläubiger 2
6. Ausschüttungen an Eigentümer

Steuerliche Verlustvorträge können genutzt werden. Es findet keine Übertragung von Anteilen und keine Zuführung neuen Betriebsvermögens statt.²⁹

²⁷ Zur Berechnung vgl. Anhang 3.

²⁸ Betker weist für ein Sample von 49 Unternehmen Wertbeiträge aus Verlustvorträgen in Höhe von durchschnittlich 19,3% des (Markt)Wertes des Eigenkapitals nach erfolgreich beschlossenen Reorganisationsplan aus. Vgl. *Betker*, B.L. (1995).

²⁹ Zur Definition der Zahlungen an Gläubiger 1, Gläubiger 2 und Eigentümer vgl. Anhang 6.

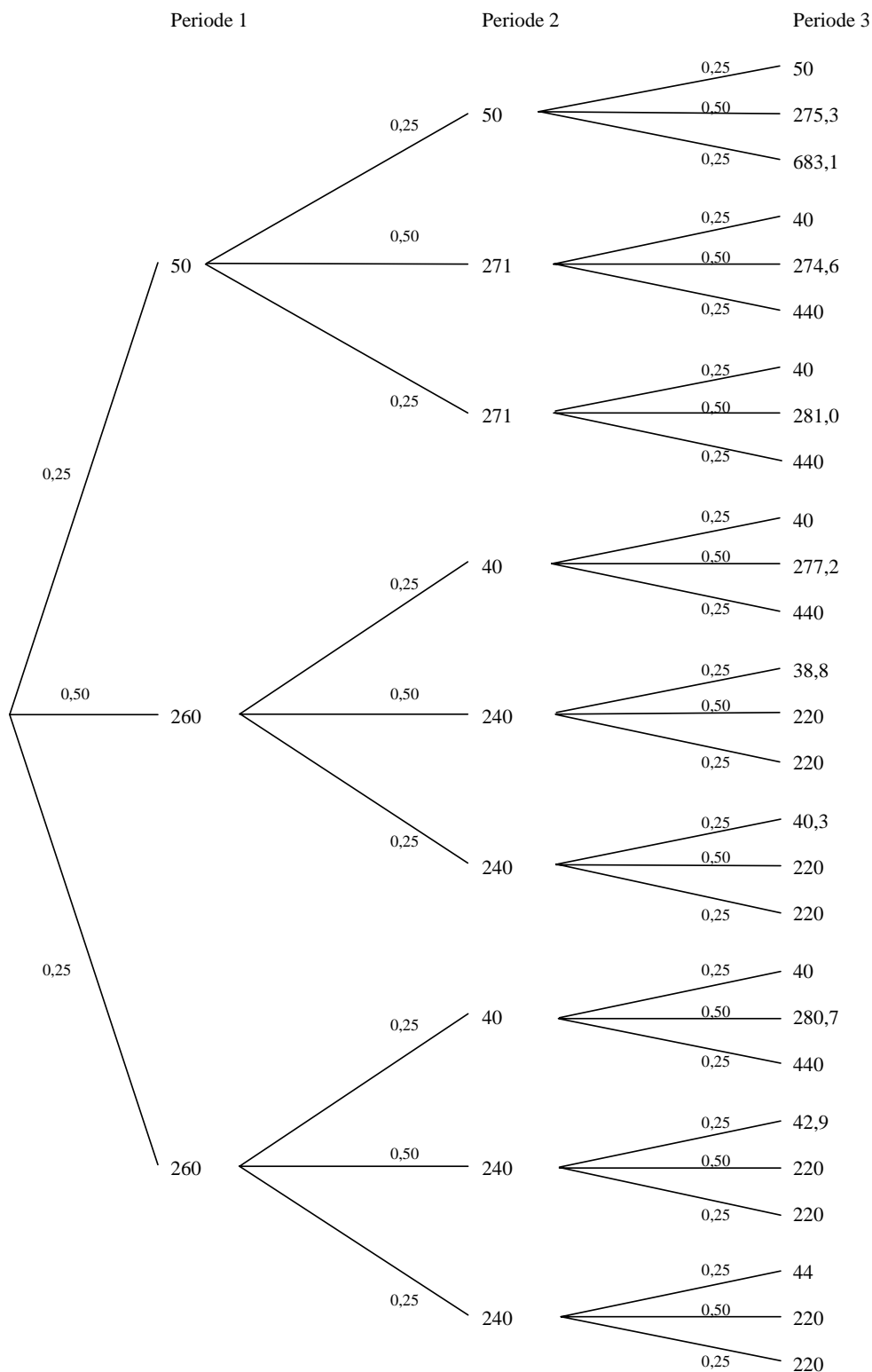


Abbildung 5: Zahlungen an Gläubigergruppe 1

Der Gesamtwert des mischfinanzierten Unternehmens VF beträgt 696,2. Dieser teilt sich gemäß den Planvorgaben auf die beiden Gläubigergruppen und die Eigentümer wie folgt auf:

V^F	696,2
Gläubigergruppe 1	481,3
Gläubigergruppe 2	84,9
Eigentümer	130,0

Tabelle 3: Wertezuteilung unter Einschluß der Altfinanciers

Der Wertvorteil ΔV , der aus der Verschuldung resultiert, beträgt 40,2, der Wertbeitrag aus der Verrechnung von Verlustvorträgen ΔVV ist 55,1.³⁰ ΔVV fällt hier geringer aus als im Fall der reinen Eigenfinanzierung (63,3), da Zinszahlungen die steuerliche Bemessungsgrundlage bereits kürzen. Der verrechenbare Betrag der Verlustvorträge sinkt dadurch; die unterbliebene Verrechnung kann durch die Begrenzung des Modells auf 3 Perioden betragsmäßig nicht nachgeholt werden.³¹ Am Ende von Periode 3 noch bestehende Verlustvorträge verfallen.

Vor diesem Hintergrund entscheiden die Gläubigergruppen über die Annahme des Insolvenzplans. Als Referenzpunkt für die Entscheidung dient zunächst der Wert, den die Gruppen bei Liquidation des Unternehmens im Zeitpunkt 0 erhalten würden. Der Liquidationserlös V^L von 450 fließt ausschließlich den Gläubigern der Gruppe 1 zu. Beide Gläubigergruppen erwarten durch den Plan eine Verbesserung ihrer Position im Vergleich zur Liquidation. Aber keine Gläubigerposition ist im juristischen Sinn glattgestellt, während Eigentümer Residualzahlungen einstreichen. Dies können Gläubiger akzeptieren; sie müssen es aber nicht, denn die Befriedigungsrangfolge ist nicht eingehalten. Darauf ist in Abschnitt V zurückzukommen.

4. Wertezuteilung gemäß Bebchuk's Lösung

Verwendet man den optionsbasierten Ansatz von Bebchuk, unterscheidet sich die Wertezuteilung auf Eigentümer und Gläubigergruppen erheblich von der in Abschnitt 3. diskutierten. In der Bebchuk-Lösung verläßt das Unternehmen das Verfahren eigenfinanziert; Fremdkapitalgeberansprüche werden entweder getilgt oder in Eigenkapitaltitel umgewandelt. Die Anzahl der neuen Eigenkapitaltitel wird auf 100 Mio. festgesetzt. Der Optionspreis für die Eigentümer beträgt dann 7,5,³² für Gläubigergruppe 2 6,0,³³ für Gläubigergruppe 1 0. In einem ersten Schritt werden die Alteigentümer aufgefordert, über die Ausübung der Option zu entscheiden. Üben sie aus, müßten sie 750 für alle Anteilsrechte bezahlen. Der Wert, der ihnen aus dem eigenfinanzierten Unternehmen zuflösse, beträgt 679,3. Da keine Übertragung von Anteilen und keine Zuführung neuen Betriebsvermögens stattfindet, können die aufgelaufe-

³⁰ Zur Ermittlung von ΔV und ΔVV wurden jeweils die zustandsabhängigen periodischen Vorteile unter Verwendung von risikoangepassten Barwertfaktoren zum Barwert verdichtet.

³¹ Vgl. die Ausführungen zur Verrechenbarkeit von Verlustvorträgen in Abschnitt IV.1.

³² $\frac{\text{Ansprüche Gläubigergruppen 1 + 2}}{\text{Anzahl Eigenkapitaltitel}} = \frac{600 + 150}{100} = 7,5$

³³ $\frac{\text{Ansprüche Gläubigergruppe 1}}{\text{Anzahl Eigenkapitaltitel}} = \frac{600}{100} = 6,0$

nen Verlustvorträge in der Reorganisationsphase genutzt werden. Die Ausübung der Option ist für die Alteigentümer nachteilig; sie unterbleibt deshalb. Die Optionsrechte verfallen; die Alteigentümer verlieren sämtliche Eigentumsrechte. Im zweiten Schritt entscheiden die Gläubiger der Gruppe 2: Der Ausübungspreis für Gläubigergruppe 2 beträgt 600, der Wert, der ihnen dann zufließt, 616,0. Dieser Wert ist niedriger als der, der den Alteigentümern zuflösse, da eine Übertragung von 100% der Anteile stattfindet und die vor der Insolvenz aufgelaufenen Verlustvorträge nun nicht genutzt werden können.³⁴ Es tritt ein durch die Rahmenbedingung ausgelöster Wertverlust ein. Für Gläubigergruppe 2 ist die Ausübung dennoch vorteilhaft, wenn man als Referenzpunkt den Positionswert bei Liquidation (0) heranzieht. Gläubigergruppe 1 wird zu 100% bar ausbezahlt. Der Optionsprozeß endet und Gläubigergruppe 2 verläßt das Verfahren und hält alle Eigentumsrechte. Der Positionswert von Gläubigergruppe 2 ist indessen nur vorläufig. Er kann z.B. durch die Neustrukturierung der Finanzierung oder die Neuausrichtung der Unternehmensstrategie erhöht werden.

	Positionswert	Stellung im reorganisierten Unternehmen
Gläubigergruppe 1	600,0	keine
Gläubigergruppe 2	16,0	alleinige Eigentümer
Alteigentümer	0,0	keine

Tabelle 4: Wertezuteilung gemäß Bebchuk's Lösung

V. Einfluß von rechtlichen Rahmenbedingungen

1. Insolvenzplanverfahren und Alteigentümer

Die einfallsreiche Lösung von Bebchuk unterstellt eine einfache Lösung der Innenseite einer Reorganisation, wobei die „Innenseite“ für die Neugestaltung der gesellschaftsrechtlichen Verhältnisse steht; die Außenseite steht folglich für die Neuregelung der Gläubigeransprüche. Das Insolvenzplanverfahren hat fast ausschließlich die Außenseite des Problems zum Gegenstand; die Innenseite wird nur zufällig berührt. Es fehlt an der Verzahnung der insolvenzrechtlichen Regelungsstruktur mit gesellschaftsrechtlichen Normen. In Bebchuk's Modell verlieren Alteigentümer alle Ansprüche, wenn sie nicht bereit bzw. nicht in der Lage sind, die Ausübungspreise für neue Eigentumsrechte zu bezahlen. Bebchuk läßt keinen Zweifel an der Rechtsfolge: die (Alt) Eigentümer sind endgültig ausgeschieden. Die ökonomische Begründung ist, daß die fehlende Zahlungsbereitschaft der über das gesamte Insiderwissen verfügen-

³⁴ Die Voraussetzungen von § 8 IV KStG seien erfüllt. § 8 IV (3) KStG greife nicht.

den Alteigentümer für die Anteilsrechte des (von allen Schulden befreiten) Unternehmens das unmißverständliche Signal ist, daß der Wert des Unternehmens geringer ist als die Summe der Ansprüche der Gläubiger zum Reorganisationszeitpunkt. Der Wert des Eigenkapitals ist Null; der Ausstieg der Eigentümer ist geboten.

Im Insolvenzplanverfahren könnte das Ausscheiden der Alteigentümer z.B. durch eine Kapitalherabsetzung auf den Betrag Null berücksichtigt werden. Altgläubiger könnten zu Eigentümern werden, indem sie ihre Forderungen als Sacheinlage einbringen, was die bekannten Probleme der Differenzhaftung auslöst, die aber bewältigbar sind. Alteigentümer könnten ihre Anteilsrechte auch entgeltfrei übertragen. Diese Lösungen setzen entsprechende Beschlüsse der Altfinanciers voraus. Die Realisierung stößt auf Hindernisse, weil Zwangseingriffe in die gesellschaftsrechtliche Stellung der Eigentümer aus dem Regelungsapparat der Insolvenzordnung nicht abgeleitet werden können.³⁵ Sie können zu bestimmten Sanierungsmaßnahmen wie z.B. zu Kapitalherabsetzungen, zur Schaffung der Voraussetzungen für eine Umwandlung von Gläubigeransprüchen in Eigenkapital oder zu Übertragungen von Anteilen (§ 254 (1) InsO) nicht gezwungen werden.³⁶ Alteigentümer können deshalb werterhöhende Insolvenzpläne, die deutliche Veränderungen der Eigentümerstruktur erfordern, blockieren, auch wenn der ökonomische Wert ihrer Position bei Beachtung der Befriedigungsreihenfolge Null ist. Dies wird in der Literatur als „kaum verständlich“ eingestuft. Es muß als wichtiger Konstruktionsfehler einer Ordnung, die sich die Haftungsverwirklichung zum Ziel setzt, angesehen werden.³⁷ Möglich sind Regelungen auf freiwilliger Basis; § 254 (1) Satz 2 InsO nennt explizit die Übertragung von GmbH-Anteilen. Und § 240 (2), (3) InsO klären durch das Erfordernis schriftlicher Zustimmungserklärungen von Gläubigern, die Anteile übernehmen oder von Dritten, die Verpflichtungen gegenüber den Gläubigern übernehmen, daß es sich um freiwillig zu erbringende Lösungsbeiträge handelt.

Erweisen sich Bemühungen Alteigentümer zu freiwilligem Rückzug zu bewegen als nicht erfolgreich, könnten Gläubiger den Weg über § 245 (2) Nr. 2 InsO beschreiten: Eine nicht voll befriedigte Gläubigergruppe kann und wird argumentieren, daß dem Schuldner, ausgestattet mit den Fortführungsrechten, ein wirtschaftlicher Wert zugewendet wird und gestützt auf diesen Einwand den Plan ablehnen. Gemäß § 5 (1) InsO muß das Insolvenzgericht die relevanten „Umstände ermitteln.“ Aus ökonomischer Sicht ist der Einwand der Gläubigergruppe begründet: Im Zeitpunkt der Eröffnung des Verfahrens liegt i.d.R. ökonomische Überschuldung vor, was bedeutet, daß Gläubiger ihre Forderungen auch bei voller Übereignung aller Eigentumsrechte nicht glattstellen könnten. Im Reorganisationsverfahren werden operative werterhöhende Entscheidungen getroffen, bestimmte Gläubigergruppen leisten Verzicht; beides trägt zur Minderung der ökonomischen Überschuldung bei. Gelingt es nicht, die Alteigentümer von ihren Eigentumsrechten zu trennen oder sie wenigstens zu wertäquivalenten finanziellen Einschüssen zu bewegen, eignen sie sich über das Fortführungsrecht das Recht auf

³⁵ Vgl. hierzu insbesondere Eidenmüller, H. (2001), S. 680-688.

³⁶ Eidenmüller gibt zu erwägen, ob nicht gesellschaftsrechtliche Treuepflichten Basis für die Herleitung eines Mitorganisationszwangs sein könnten. Eidenmüller, H. (2001), S. 687; ders. (1999), S. 619-651.

³⁷ So z.B. Eidenmüller, H. (2001), S. 688, Braun, E. (2004), § 217, Rd. 10.

die Residualzahlungen an, dessen Wert von den fallspezifischen Inhalten des Plans abhängt. Nur ein vollständiges Überschußabschöpfungsrecht, verankert im Insolvenzplan, das so lange wirkt, bis die Ansprüche einer Gläubigergruppe vollständig befriedigt sind, könnte verhindern, daß Alteigentümern ein wirtschaftlicher Wert unter Verstoß gegen die Befriedigungsrangfolge zuwächst.³⁸

Es ist nicht beabsichtigt, hier die Bewertungs- und Implementierungsprobleme zu diskutieren, die zu lösen sind, wenn Gläubiger sich im Rahmen des Insolvenzplanverfahrens via § 245 (2) Nr. 2 InsO gegen Verletzungen der gesetzlich intendierten Befriedigungsrangfolge zur Wehr setzen. Wichtig erscheint folgender Aspekt: Wenn das Insolvenzverfahren das Ziel der Gläubigerbefriedigung verfolgt (§ 1 InsO), dann erscheint es nicht zweckkonform, die Alteigentümer mit Eigentumsrechten auszustatten, die auch dann noch strategisch einsetzbar sind, wenn sie ökonomisch wertlos sind. Sie stellen dann Anreize für die Ingangsetzung von Verhandlungslösungen und Verzögerungstaktiken dar, die hohen Zeitbedarf und nicht zu vernachlässigende Transaktionskosten auslösen.³⁹ Die US-amerikanische Literatur liefert hierfür zahlreiche quantifizierte Belege.

Fragt man nach den Gründen, die für eine Beteiligung der Alteigentümer am Reorganisationswert angeführt werden, obwohl ökonomische Überschuldung vorliegt, werden im wesentlichen drei Aspekte vorgetragen.

Der erste betrifft spezifische Kenntnisse der Alteigentümer, die die Einladung zur Fortführung rechtfertigen könnten. Dies mag für spezielle Kenntnisse (Elfenbeinschnitzer, Restaurateur für Schwarzwälder Kuckucksuhren), also i.d.R. für Kleininsolvenzen zutreffen. Als generelles, oft zutreffendes Argument kann es wohl nicht gelten.

Zweitens wird vorgetragen, daß ein hohes Risiko des Ausschlusses der Alteigentümer via Insolvenzplan einen wichtigen Anreiz zur Auslösung des Verfahrens für Alteigentümer zum Erliegen bringe, daß also der zu erwartende ex ante-Effekt einer harten Haftungsverwirklichung ex post Nachteile in Form verspäteter Auslösungen bewirken könne. Diese Argumentation hat an Gewicht stark eingebüßt. Zum einen erfolgen eigentümergesteuerte Auslösungen von Insolvenzverfahren in Deutschland nach Aussagen von Insolvenzverwaltern und Beratern generell zu spät, sodaß die Anreizwirkung des Rechtskleides „Insolvenzplan“ auch 7 Jahre nach Einführung als sehr bescheiden bezeichnet werden kann. Überleben i.S.v. Teilhabe am Reorganisationswert ist möglich, wenn die Restrukturierung zeitig, sei es außerhalb, sei es im Insolvenzplanverfahren, angegangen wird. Wird die Überlebenswahrscheinlichkeit von Alteigentümern hingegen (oft in Verkennung der ökonomischen Lage) mit der Schwierigkeit von Gläubigern verknüpft, sie ihrer juristischen Position zu berauben, kann sich die als Auslöseanreiz gedachte Eigenschaft in ihr Gegenteil verkehren. Es wäre deshalb auch eine Lösung erwägenswert, das Planverfahren als harte Lösung auszugestalten und Teilhabe von Alteigen-

³⁸ Vgl. zur Umsetzung dieser Lösung *Eidenmüller*, H. (2001), S. 709.

³⁹ Die verfügbaren empirischen Ergebnisse aus Deutschland sind zu spärlich, um Folgerungen zu ziehen. Die vorliegende Entscheidung zu § 245 InsO des LG Traunstein vom 27. August 1999 ist wenig ergiebig: Weil keine Drittgebote für die Eigentümerposition bekannt geworden seien, könne man annehmen, daß kein wirtschaftlicher Wert zugewendet wurde.

tümern nur bei Einbringung von „new value“, also Geld, zu bieten. Alteigentümer, die Teilhabe ohne Zuzahlung wollen, sind auf Auslösezeitpunkte zu verweisen, in denen ökonomische Überschuldung noch nicht vorliegt bzw. auf freie Sanierungen.

Drittens wird vorgetragen, daß die Erwartung der Alteigentümer am Unternehmenswert per Insolvenzplan teilzunehmen, sie veranlaßt die ihnen i.d.R. möglichen Risikoverlagerungsstrategien bei drohender Insolvenz nicht (oder nicht intensiv) zu nutzen. Auch dieses Argument liefert keinen Grund dafür, daß das Rechtskleid „Insolvenzplanverfahren“ zugunsten der Interessen der Alteigentümer immer und überall wirkende Hürden aufbaut, die Eigentümerpositionen stärken unabhängig davon, ob Alteigentümer sich „redlich“ verhalten oder nicht. Die Gläubiger können selbst entscheiden, ob sie die Alteigentümer am Reorganisationswert unter Hintanstellung der Befriedigungsreihenfolge beteiligen wollen.

Im Ergebnis ist die Verfestigung der Position der Alteigentümer im Insolvenzplanverfahren als Konstruktionsfehler zu bezeichnen. Wenn ökonomische Überschuldung im oben erläuterten Sinn vorliegt, ist die Position der Alteigentümer wertlos. Es löst nur kontraproduktive Effekte aus, wenn das Rechtskleid die Alteigentümer trotz ökonomischer Wertlosigkeit der Position in einer juristischen Position beläßt, die Anreize setzt, auf Kosten anderer zu überleben.

Wichtig ist der Nachweis, daß ökonomische Überschuldung vorliegt. Das Vorliegen von Überschuldung i.S.v. § 19 InsO⁴⁰ ist hierfür allenfalls Indiz, aber keinesfalls Beleg. Sachverständigengutachten scheiden u.E. als Beleg aus: sie sind zu teuer und zu unzuverlässig, wie die Ergebnisse im Rahmen von Auseinandersetzungen um angemessene Abfindungen zeigen. Deshalb bleiben als Lösung vermutlich nur Markttests im Sinne von Bebchuk und Aghion/Hart/Moore.

2. Fortführung und die Nutzung von Verlustvorträgen

2.1 Prinzip und Vorschrift

§ 8 IV KStG regelt, unter welchen Voraussetzungen aufgelaufene Verlustvorträge mit zukünftigen Gewinnen einer Gesellschaft verrechnet werden können.⁴¹ Die Gesellschaft, die den Verlust erwirtschaftet hat, muß wirtschaftlich identisch mit derjenigen sein, die den Verlustabzug geltend macht. Was wirtschaftliche Identität ist, ist im Gesetz nicht abschließend definiert. In Satz 2 wird ein Hauptanwendungsfall für deren Untergang beschrieben: Wirtschaftliche Identität ist insbesondere dann nicht mehr gegeben, wenn sich die Gesellschafterstruktur grundlegend verändert hat, weil eine Übertragung von mehr als 50% der Anteile, bezogen auf das Nennkapital, stattgefunden hat.⁴² Es ist unerheblich, ob die Übertragung entgeltlich oder unentgeltlich stattfindet, ob die Erwerber neue oder bereits beteiligte Gesellschafter sind oder

⁴⁰ Vgl. zur Qualität des Insolvenztatbestandes Überschuldung *Drukarczyk, J.* (2006).

⁴¹ Zum Aufbau der Norm vgl. Abbildung 2.

⁴² Vgl. *Bareis, P./ Kaiser A.* (2004), S. 1844.

ob die Anteile auf einen oder mehrere Erwerber übergehen.⁴³ Zusätzlich muß gelten, daß der Betrieb mit überwiegend neuem Betriebsvermögen fortgeführt wird. Übersteigt der Wert des neu zugeführten Betriebsvermögens den des Alt-Aktivvermögens vor Anteilswechsel, bewertet zu Teilwerten, ist die Zuführung gemäß dem Wortlaut der Norm schädlich. Die Verrechenbarkeit der Verlustvorträge ist dann verloren, wenn zwischen der Anteilsübertragung und der Zuführung überwiegend neuen Betriebsvermögens ein zeitlicher Zusammenhang von fünf Jahren besteht. Der Grundgedanke hinter der Regelung ist: neue Gesellschafter, die bei Entstehung der Verluste keine Verbindung zur Gesellschaft hatten, sollen nicht in den Genuß der steuerlichen Vorteile des Verlustabzugs kommen;⁴⁴ ein Handel mit Verlustvorträgen soll unterbunden werden.⁴⁵

Um Unternehmenssanierungen nicht zu torpedieren hält der Gesetzgeber in Satz 3 eine Sanierungsklausel bereit, die an der Zuführung neuen Betriebsvermögens anknüpft.⁴⁶ Die Zuführung überwiegend neuen Betriebsvermögens führt nicht zum Verlust der wirtschaftlichen Identität, wenn

- sie allein der Sanierung dient,
- der Geschäftsbetrieb, der den Verlust verursacht hat, in einem dem Gesamtbild der wirtschaftlichen Verhältnisse vergleichbaren Umfang aufrechterhalten wird und
- die Körperschaft den Geschäftsbetrieb in den folgenden fünf Jahren in diesem Umfang fortführt.⁴⁷

Was ist unter einer Zuführung allein zu Sanierungszwecken zu verstehen? In Anlehnung an § 3 Nr. 66 EStG a.F. müssen Sanierungsbedürftigkeit des Unternehmens, Sanierungsseignung der Zuführung neuen Betriebsvermögens sowie Sanierungsabsicht der Anteilseigner vorliegen. Das zugeführte neue Betriebsvermögen muß in einem „vernünftigen“ Verhältnis zum angestrebten Sanierungsziel stehen. Zu geringe Zuführungen sind ebenso schädlich wie zu hohe. Eine sog. „Übersanierung“, die vorrangig auf die Verlustnutzung abzielt, führt zum Wegfall des Verlustvortrags. Weiter muß der „vergleichbare Umfang“ des Geschäftsbetriebs gewahrt bleiben. Wie dieser bestimmt wird läßt das Gesetz offen. Die Finanzverwaltung legt zur Bestimmung einen vergangenheitsorientierten Durchschnittswert zu Grunde und stuft sowohl die Ausweitung des Geschäftsbetriebs als auch dessen Abschmelzung als schädlich ein.⁴⁸ Diese Regelung ist unverständlich: Zur erfolgsversprechenden Reorganisation von Krisenunternehmen sind leistungswirtschaftliche Umstrukturierungen, die sowohl im Verkauf unrentabler Unternehmensteile als auch in der Ausweitung profitabler Geschäftsbereiche bestehen können, zwingend. Beide Maßnahmen sanktioniert der Gesetzgeber unter den Rockschößen einer angeblichen Sanierungshilfe. Besonders die Versagung der Verlustverrechnung

⁴³ Vgl. *Schloßmacher*, S. (2004), § 8 IV KStG, RdNr. 446.

⁴⁴ Vgl. BT-Drs. 11/2157, S. 171.

⁴⁵ Vgl. *Blümich*, W./ *Rengers*, J. (2005), § 8 KStG, RdNr. 905.

⁴⁶ Vgl. *Fischer*, M. (1998), S. 14.

⁴⁷ Vgl. *Schloßmacher*, S. (2004), § 8 IV KStG, RdNr. 470.

⁴⁸ Vgl. OFD Münster, Schreiben 5.11.1997, S 2000-9-St, S. 13-31.

bei erfolgreicher Sanierung, die sich im Wachstum des Unternehmens widerspiegelt, erscheint kontraproduktiv. Den vom Gesetzgeber oktroyierten „Stillstand“ muß das Unternehmen über einen Zeitraum von fünf Jahren nach Anteilsübertragung und Zuführung überwiegend neuen Betriebsvermögens durchhalten. Erst dann ist die Verrechenbarkeit der Verlustvorträge gesichert. Mit „Sanierungshilfe“ hat diese Vorschrift offenbar nichts zu tun. Das angebliche Sanierungsprivileg entpuppt sich als Sanierungshindernis.

Wurde die erste Hürde genommen und die Verrechnung der Verlustvorträge zugelassen, taucht der nächste Stolperstein in Form der seit 01.01.2004 nur noch beschränkt möglichen Verlustverrechnung auf. Vor diesem Stichtag konnten aufgelaufene Verluste zu 100% mit Gewinnen einer Periode verrechnet werden bis der Verlustvortrag aufgebraucht war. Seit 01.01.2004 gilt folgende Regelung: ein Sockelbetrag von 1 Mio. Euro kann unbeschränkt mit den Gewinnen einer Periode verrechnet werden.⁴⁹ Für die den Sockelbetrag übersteigenden Ertragsüberschüsse ist eine Verrechnung von bis zu 60% möglich.⁵⁰ Die Neuregelung trifft Krisenunternehmen zweifach: zum einen erhöht sich der Liquiditätsbedarf der Unternehmen im Vergleich zu § 10d EStG a.F. erheblich. Gerade in den ersten Perioden nach der Einleitung von Restrukturierungsmaßnahmen kann dieser Liquiditätseffekt zum Mißerfolg einer Sanierung und zum Wiedereintritt in die Insolvenz führen. Zum anderen wird die Nutzung der Verlustvorträge zeitlich nach hinten geschoben. Durch die Streckung der Verrechnungsdauer verringert sich der Barwert der steuerlichen Vorteile.⁵¹

2.2 Reorganisationsablauf und Verlustvortrag

Für die Reorganisation gemäß Insolvenzplanverfahren bzw. den Lösungsvorschlag von Bebhuk folgt:

- Wird im Rahmen der Sanierung gemäß Insolvenzplan oder Bebhuk-Lösung kein neues Betriebsvermögen zugeführt oder erreicht dessen Wert das des Alt-Aktivvermögens nicht, ist die Verlustverrechnung möglich.
- Erfolgt die Reorganisation gemäß der Insolvenzplan-Lösung und wird keine Möglichkeit gefunden, die Alteigentümer zur Abgabe von Anteilen > 50% zu bewegen, ist der Verlustvortrag auch bei Zuführung überwiegend neuen Betriebskapitals nutzbar.
- Übersteigt das Volumen des zugeführten neuen Betriebsvermögens das des Alt-Aktivvermögens und kann das „Sanierungsprivileg“ nicht in Anspruch genommen werden, weil das Unternehmen nach Reorganisation schrumpft oder wächst, stellt sich die Nutzbarkeit von Verlustvorträgen gemäß Abbildung 6 dar.

⁴⁹ Durch den Sockelbetrag soll die Belastungswirkung dieser Vorschrift für den Mittelstand abgeschwächt werden, vgl. BT-Drs. 15/1518, S. 10.

⁵⁰ Es erfolgt faktisch eine Mindestbesteuerung von 40% des den Sockelbetrag übersteigenden Ertrags.

⁵¹ Auch bei der Liquidation insolventer Unternehmen sind durch die Auflösung stiller Reserven Konstellationen denkbar, die trotz vorhandener Verlustvorträge eine Steuerzahlung auslösen und die verteilbare Masse für die Gläubiger verkürzen, vgl. Gilz, A./ Kuth, T. (2005), S. 185.

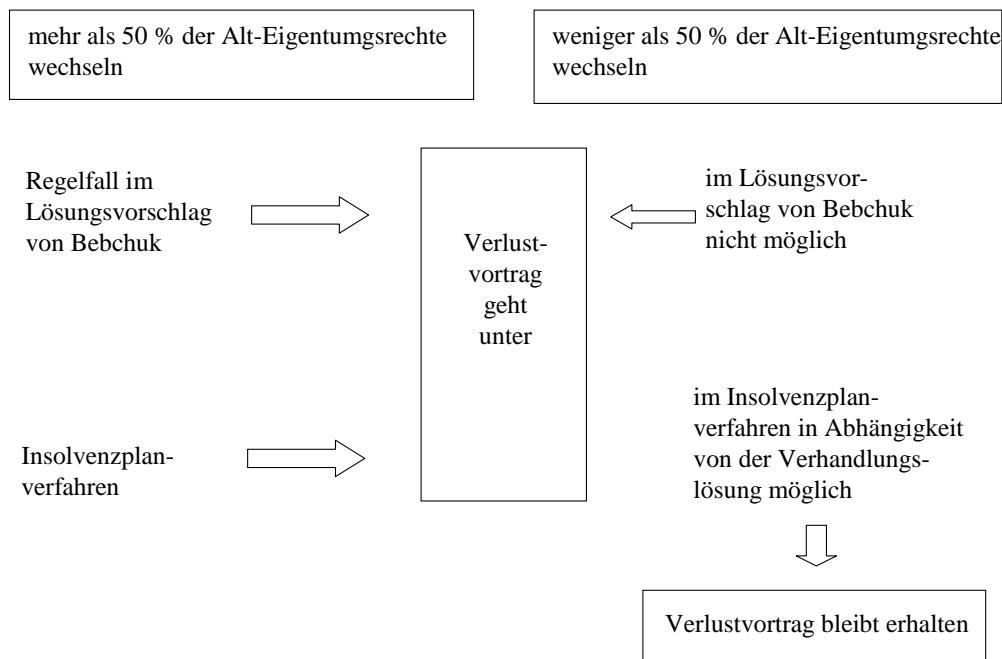


Abbildung 6: Nutzbarkeit von Verlustvorträgen

Mit dieser Regelung werden Sanierungslösungen „belohnt“, die den Alteigentümern insolventer Unternehmen Anteile von mindestens 50 % an den Eigentumsrechten des sanierten Unternehmens zugestehen. Diese Regelung hat folgende Nachteile:

- (1) Die „Belohnung“ wird ganz unabhängig vom Wert der Anteilsrechte im Startzeitpunkt der Sanierung gewährt.
- (2) Die Norm stärkt die Verhandlungsmacht von Eigentümern bei der Suche nach Sanierungslösungen im Insolvenzplanverfahren und erschwert die Abdrängung der Alteigentümer auch dann, wenn deren Position wertlos ist.
- (3) Damit wird das vernünftige Prinzip, daß die Befriedigungsreihenfolge auch im Insolvenzplanverfahren eingehalten werden soll, konterkariert.
- (4) Die Regelung übersieht, daß insolvente Unternehmen insbesondere eine Neugestaltung der Kapitalstruktur benötigen und daß Regeln, die die Neugestaltung behindern, immer ökonomische Nachteile auslösen.

VI. Ergebnisse

Das Insolvenzrecht sollte auch ökonomische Prinzipien beachten. Zu diesen zählen nach ganz herrschender Auffassung die Maximierung der Verwertungserlöse, die Beachtung der Vorinsolvenzrechte und die Minimierung der Transaktionskosten. Von ihnen erwartet man am ehesten die notwendige Disziplinierung der Schuldner. Wir haben die Strukturen von Sanierungen unter Verwendung von Insolvenzplanverfahren und optionsbasierten Lösungen gemäß Bebchuk und Aghion/Hart/Moore vorgestellt und deren Einfluß auf die Wertezuteilung auf Gläubiger und Eigentümer untersucht. Steuerliche Verlustvorträge wurden in die Beispielrechnung eingebunden. Deren Wertrelevanz wurde gezeigt. Die Einflüsse, die das Rechtskleid auf das Gelingen oder Scheitern von Sanierungslösungen hat, wurden analysiert. Mit dem Institut des „Insolvenzplans“ und der Idee des privatautonomen Aushandelns hat die

InsO einen Schritt in die richtige Richtung getan. Die juristische Verfestigung der Position der Alteigentümer trotz ökonomischer Wertlosigkeit kann als Konstruktionsfehler bezeichnet werden. Sie führt zu Verletzungen der eigentlich intendierten Befriedigungsrangfolge, löst unerwünschte ex-ante-Effekte aus und verursacht höhere Transaktionskosten. Die Abstimmung der steuerlichen Vorschriften zur Nutzung von Verlustvorträgen mit den Zwecken des Insolvenzrechts ist mißlungen. Erstens sind die Kriterien des Fiskus, an denen die Legitimität der Verlustverrechnung festgemacht wird, nur schwerlich verteidigbar. Zweitens stützen die Vorschriften, soweit sie auf den Wechsel von Anteilsrechten rekurren, die Partei, die i.d.R. die Insolvenz verschuldet und deren Position ökonomisch häufig wertlos ist.

Anhang 1: Zustandsabhängige periodische Zahlung bei Eigenfinanzierung ohne Nutzung des Verlustvortrags

$$CF_{i,j} = CF_{i,j} - s_u \cdot \max [CF_{i,j} - Ab_i - VV_{i,j}^{vB}; 0]$$

$CF_{i,j}$: Zahlungsüberschuß in Periode i und Zustand j

Ab_i : Abschreibung der Periode i

$VV_{i,j}^{vB}$: gemäß § 10d EStG verrechenbarer Betrag des Verlustvortrags in Periode i und Zustand j

Für Zustand 1 in Periode 1:

$$CF_{1,1} = 50 - 0,375 \cdot \max [50 - 200 - 0; 0] = 50$$

Negativer Jahresüberschuß der Periode $J\ddot{U}_{1,1} = 50 - 200 = -150$ führt zum Auflaufen eines Verlustvortrags VV_2 .

Für Zustand 2 in Periode 2:

$$CF_{2,2} = 300 - 0,375 \cdot \max [300 - 200 - 60,4; 0] = 285,15$$

mit $VV_{2,2}^{vB} = \min [VV_{2,2}; 1 + 0,6(CF_{2,2} - Ab_2 - 1)] = \min [150; 1 + 0,6(300 - 200 - 1)] = 60,4$ für $[1 + 0,6(CF_{i,j} - Ab_i - 1)] \geq 0$

(beachte: Sockelbetrag = 1; Verrechnung des darüber hinausgehenden Betrags zu 60%)
verbleibender Verlustvortrag $89,6 = 150 - 60,4$

Für Zustand 6 in Periode 3:

$$CF_{3,6} = 900 - 0,375 \cdot \max [900 - 200 - 89,6; 0] = 671,1$$

mit $VV_{3,6}^{vB} = \min [89,6; 1 + 0,6(900 - 200 - 1)] = 89,6$

Anhang 2: Berechnung VE; keine Nutzung des Verlustvortrags

Roll-Back-Verfahren und risikoangepaßte Barwertfaktoren

$$RABF_{i,1} = 0,36163522$$

$$RABF_{i,2} = 0,471698113$$

$$RABF_{i,3} = 0,110062893$$

Wertbeitrag der Zustände 1, 2, 3 in Periode 3 für Marktwert der Periode 2:

$$\begin{aligned} V_{2,1} &= RABF_{3,1} \cdot CF_{3,1} + RABF_{3,2} \cdot CF_{3,2} + RABF_{3,3} \cdot CF_{3,3} \\ &= 0,36163522 \cdot 50 + 0,471698113 \cdot 285,15 + 0,110062893 \cdot 750 = 235,13 \end{aligned}$$

restliche Wertbeiträge für Periode 2:

$$\begin{array}{ll}
 V_{2,2} = 226,46 & V_{2,6} = 212,07 \\
 V_{2,3} = 212,07 & V_{2,7} = 228,94 \\
 V_{2,4} = 228,94 & V_{2,8} = 212,07 \\
 V_{2,5} = 212,07 & V_{2,9} = 212,07
 \end{array}$$

Wertbeitrag der Zustände 1, 2, 3 in Periode 2 für Marktwert der Periode 1:

$$\begin{aligned}
 V_{1,1} &= RABF_{2,1} \cdot (CF_{2,1} + V_{2,1}) + RABF_{2,2} \cdot (CF_{2,2} + V_{2,2}) + RABF_{2,3} \cdot (CF_{2,3} + V_{2,3}) \\
 &= 0,36163522 \cdot (50 + 235,13) + 0,471698113 \cdot (285,15 + 226,46) + \\
 &0,110062893 \cdot (693,75 + 212,07) = 444,13
 \end{aligned}$$

restliche Wertbeiträge für Periode 1:

$$\begin{array}{l}
 V_{1,2} = 418,23 \\
 V_{1,3} = 418,23
 \end{array}$$

$$\begin{aligned}
 V_0^E &= RABF_{1,1} \cdot (CF_{1,1} + V_{1,1}) + RABF_{1,2} \cdot (CF_{1,2} + V_{1,2}) + RABF_{1,3} \cdot (CF_{1,3} + V_{1,3}) = \\
 &= 0,36163522 \cdot (50 + 444,13) + 0,471698113 \cdot (262,5 + 418,23) + \\
 &0,110062893 \cdot (637,5 + 418,23) = \\
 &616,0
 \end{aligned}$$

Anhang 3: Berechnung V^E , Nutzung der Verlustvorträge

Zur Vorgehensweise bei der Berechnung der Cash Flows vgl. Anhang 1,
Anfangsbestand VV = 800

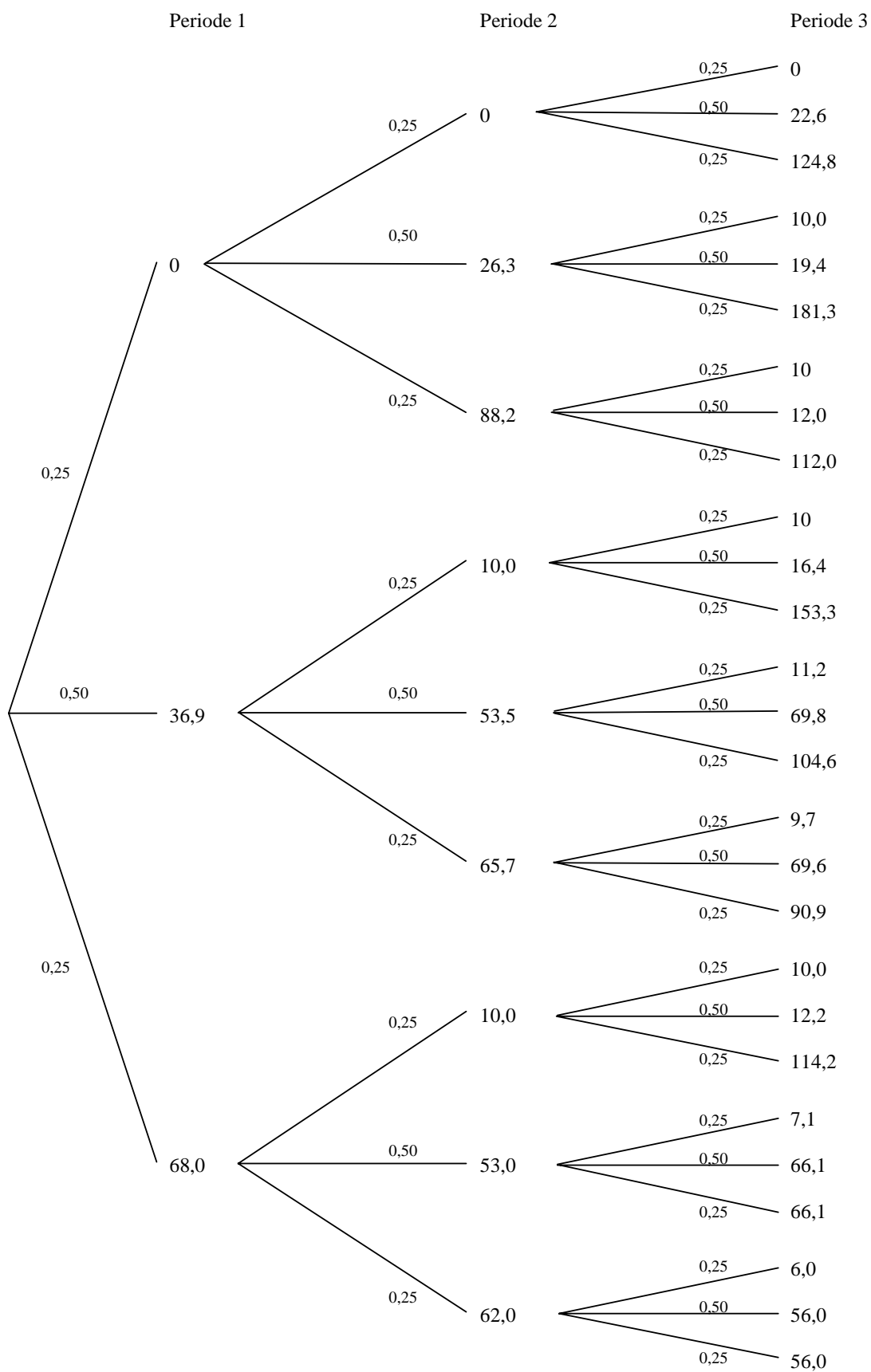
Wertbeiträge für Periode 2:

$$\begin{array}{ll}
 V_{2,1} = 240,10 & V_{2,6} = 235,93 \\
 V_{2,2} = 240,10 & V_{2,7} = 240,10 \\
 V_{2,3} = 240,10 & V_{2,8} = 235,93 \\
 V_{2,4} = 240,10 & V_{2,9} = 212,07 \\
 V_{2,5} = 240,10 &
 \end{array}$$

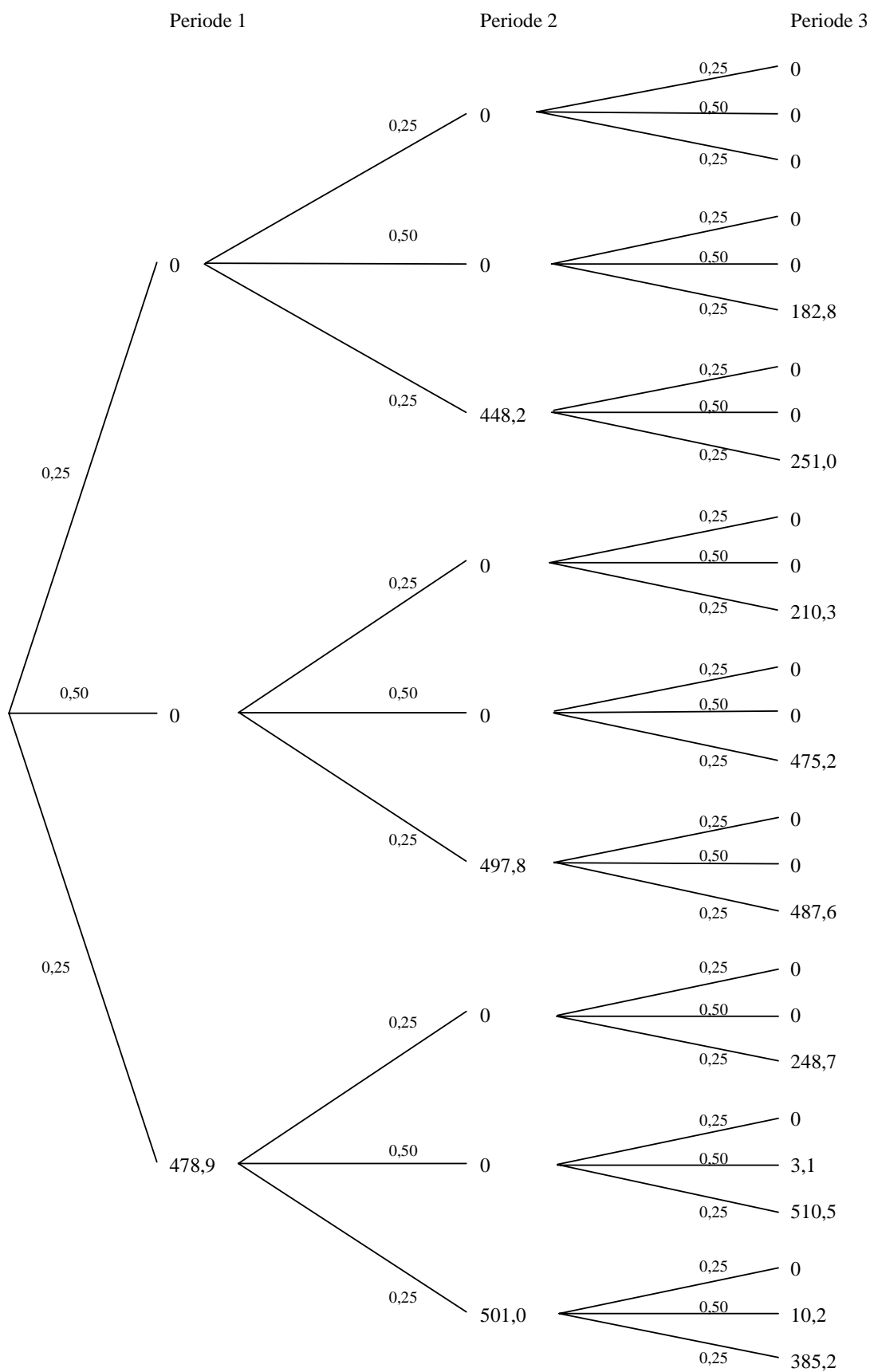
Wertbeiträge für Periode 1:

$$\begin{array}{l}
 V_{1,1} = 466,62 \\
 V_{1,2} = 466,16 \\
 V_{1,3} = 459,88
 \end{array}$$

Anhang 4: Zahlungen an Gläubigergruppe 2



Anhang 5: Zahlungen an Eigentümer



Anhang 6: Ermittlung der Zahlungen an Gläubigergruppe 1, Gläubigergruppe 2 und Eigentümer

Verteilung des Zahlungsüberschusses:

Zinszahlung Gläubiger 1	$Z_i^{G11} = \min(i^{G11} \cdot FK_{t-1}^{G11}; CF_i)$
Zinszahlung Gläubiger 2	$Z_i^{G12} = \min(i^{G12} \cdot FK_{i-1}^{G12}; CF_i - Z_i^{G11})$
Steuerzahlung	$S_i = s_u \cdot \max[CF_i - Ab_i - Z_i^{G11} - Z_i^{G12} - VV_i^{VB}; 0]$
Tilgungszahlung an Gläubiger 1	$T_i^{G11} = \min[T_i^{Vertrag, G11}; CF_i - Z_i^{G11} - Z_i^{G12} - S_i];$
Tilgungszahlung an Gläubiger 2	$T_i^{G12} = \min[T_i^{Vertrag, G12}; CF_i - Z_i^{G11} - Z_i^{G12} - S_i - T_i^{G11}];$
Zahlung Eigentümer	$E_i = CF_i - Z_i^{G11} - Z_i^{G12} - S_i - T_i^{G11} - T_i^{G12}$
Gesamtzahlung Gläubiger 1	$CF_i^{G11} = Z_i^{G11} + T_i^{G11}$
Gesamtzahlung Gläubiger 2	$CF_i^{G12} = Z_i^{G12} + T_i^{G12}$

z.B. Periode 1, Zustand 2

Zinszahlung Gläubiger 1	$\min(60; 300) = 60$
Zinszahlung Gläubiger 2	$\min(18; 300-60) = 18$
Steuerzahlung	$0,375 \cdot \max(300-200-60-18-13,6; 0) = 3,15$
mit $VV^{VB} = \min(VV; 1 + 0,6(CF - Ab - Z^{G11} - Z^{G12} - 1)) = \min(800; 1 + 0,6 \cdot 21) = 13,6$	
Tilgungszahlung an Gläubiger 1	$\min(200; 300-60-18-3,15) = 200$
Tilgungszahlung an Gläubiger 2	$\min(50; 300-60-18-3,15-200) = 18,85$
Zahlung Eigentümer	$300-60-18-3,15-200-18,85 = 0$
Gesamtzahlung an Gläubiger 1	$60+200 = 260$
Gesamtzahlung an Gläubiger 2	$18+18,85 = 36,85$

Literatur

Aghion, P./ Hart, O./ Moore, J. (1991), The Economics of Bankruptcy Reform, in: *Journal of Law, Economics and Organisation*, Bd. 7, S. 523-546.

Aghion, P./ Hart, I./ Moore, J. (1994), Improving Bankruptcy Procedure, discussion paper No. 142, Harvard Law School.

Aghion, P./ Hart, I./ Moore, J. (1993), A proposal for bankruptcy reform in the UK, in: *Insolvency Law and Practice*, Bd. 9, S. 103-108.

Balz, M. /Landfermann, H.-G. (1995), Die neuen Insolvenzgesetze, Texte mit Einführung und den amtlichen Materialien, Düsseldorf.

Bareis, P./ Kaiser, A. (2004), Sanierung als Steuersparmodell?, in: *Der Betrieb*, Heft 35, S. 1841-1847.

Bebchuk, L.A. (1988), A New Approach to Corporate Reorganization, in: *Harvard Law Review*, Bd. 101, S. 775-804.

Bebchuk, L.A. (1998a), The Options Approach to Corporate Reorganization, working paper, Harvard Law School.

Bebchuk, L.A. (1998b), Chapter 11, in: *The New Palgrave Dictionary of Economics and Law*, Bd. 1, S. 219-224.

Betker, B.L. (1995), An Empirical Examination of Prepackaged Bankruptcy, in: *Financial Management*, Bd. 24, S. 3-18.

Bigus, J./Eger, Th. (2003), Führt die deutsche InsO zu mehr Marktkonformität bei Unternehmensinsolvenzen? Einige Bemerkungen aus ökonomischer Sicht, in: *Zeitschrift für das gesamte Insolvenzrecht*, S. 1-9.

Blümich, W./ Rengers, J. (2005), § 8 KStG in: Ebling, K. (Hrsg.), *Einkommensteuergesetz, Gewerbesteuergegesetz, Körperschaftsteuergesetz*, Vahlen, München.

Braun, E. (2004), *Insolvenzordnung (InsO), Kommentar*, 2. Aufl., München.

Bundestag-Drucksache 11/2157 (1988), Entwurf eines Steuerreformgesetzes 1990.

Bundestag-Drucksache 15/1518 (2003), Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Protokollerklärung der Bundesregierung zur Vermittlungsempfehlung zum Steuervergünstigungsabbaugesetz.

Cooter, R. / Marks, St. / Mnookin, R. (1982), Bargaining in the Shadow of the Law: A Testable Model of Strategic Behavior, in: *The Journal of Legal Studies*, 11. Bd., S. 225-251.

Deutsche Bundesbank: Sonderveröffentlichung 2005: Verhältniszahlen aus Jahresabschlüssen deutscher Unternehmen von 2002 bis 2003.

Drukarczyk, J. (1994), Soll das Insolvenzrecht eine Reorganisation zulassen?, in: *Planwirtschaft am Ende – Marktwirtschaft in der Krise?*, Festschrift für W. Engels, Gerke, W. (Hrsg.), Stuttgart 1994, S. 109-137.

Drukarczyk, J. (1995), Verwertungsformen und Kosten der Insolvenz, in: *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis*, Jg., S. 40-58.

Drukarczyk, J. (2002), Die Insolvenzordnung als Versuch der Anreizentfaltung und –dämpfung, in: *Management in einer Welt der Globalisierung und Diversität*, Festschrift für Gerhard Reber, Auer-Rizzi, W./ Szebo, E./ Inreiter – Moser, C. (Hrsg.).

Drukarczyk, J. (2003), *Unternehmensbewertung*, 4. Aufl., München.

Drukarczyk, J. (2006), Insolvenztatbestände als Anstoß zu Restrukturierungen?, in: Handbuch Unternehmensrestrukturierung; Hommel, U./ Knecht, Th.C./ Wohlenberg, H. (Hrsg.), Wiesbaden 2006, (erscheint demnächst).

Eberhart, A.C./ Moore, W.T./ Roenfeldt, R.L. (1990): Security Pricing and Deviations from the Absolute Priority Rule in Bankruptcy Proceedings, in: *Journal of Finance*, S. 1457-1469.

Eidenmüller, H. (1996), Der Insolvenzplan als Vertrag, in: *Jahrbuch für neue politische Ökonomie*, Bd. 15, S. 164–192.

Eidenmüller, H. (1997), Insolvenzbewältigung durch Reorganisation, in: *Effiziente Verhaltenssteuerung und Kooperation im Zivilrecht*, Claus Ott und Hans-Bernd Schäfer (Hrsg.), Tübingen, S. 145-172.

Eidenmüller, H. (1999), Unternehmenssanierung zwischen Markt und Gesetz, Köln.

Eidenmüller, H. (2001), Gesellschafterstellung und Insolvenzplan, in: *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 5. Jg., S. 680–711.

Eidenmüller, H. (2003), Obstruktionsverbot, Vorrangregel und Absonderungsrechte. In: *Kapitalgeberansprüche, Marktwertorientierung und Unternehmenswert*, Festschrift für Jochen Drukarczyk, Richter, F./ Schüler, A./ Schwetzler, B. (Hrsg.), München, S. 187-203.

Fischer, M. (1998), Das Sanierungsprivileg bei § 8 IV KStG, in: *Neue Zeitschrift für Insolvenz und Sanierung*, S. 14-22.

Franks, J.R./ Torous, W. N. (1989): An Empirical Investigation of U.S. Firms Reorganization, in: *Journal of Finance*, S. 747-769.

Gilz, A./ Kuth, T. (2005), Mindestbesteuerung – Situation im Insolvenzverfahren – Gleichzeitig ein Appell an den Gesetzgeber. In: *DStR*, Heft 5, S. 184-185.

Gilson, St. C. (1993), Capital Structure Rearrangements in Firms that default, working paper Harvard Business School.

Gilson, St. C. (1997), Transaction Costs and Capital Structure Choice: Evidence from Financially Distressed Firms, in: *The Journal of Finance*, 52. Bd., S. 161-196.

Hax, H. (1989), Ökonomische Aspekte der neuen Insolvenzordnung, in: *Neuordnung des Insolvenzrechts*, Kübler, B. (Hrsg.), Köln, S.21–39.

Heni, B. (2006), Interne Rechnungslegung im Insolvenzplanverfahren, Düsseldorf.

Herzig, N./ Wagner, T. (2004), Mindestbesteuerung durch die Begrenzung der Verrechnung von Verlustvorträgen. In: *Die Wirtschaftsprüfung*, Heft 3, S. 53-64.

Hotchkiss, E. (1995), Post-Bankruptcy Performance and Management Turnover, in: *The Journal of Finance*, 50. Bd., S. 3–21.

Jensen, M.C. (1991), Corporate Control and the Politics of Finance, in: *Journal of Applied Corporate Finance*, S. 13-33.

Jensen-Conklin, S. (1991), Do Confirmed Chapter 11 Plans Consummate? The Results of a Study and Analysis of the Law, in: *Commercial Law Journal*, Bd. 97, S. 297–330.

Lopucki, L.M./ Whitford, W.C. (1990): Bargaining Over Equity's Share in the Bankruptcy Reorganization of Large, Publicly Held Companies, in: *University of Pennsylvania Law Review*, S.129-196.

Neville, D. (1995), The New Value Exception in the Chapter 11 Absolute Priority Rule, in: *The Missouri Law Review*, Bd. 60, S. 465–484.

Schloßmacher, S. (2004), § 8 KStG, in: Herrmann, C./ Heuer, G./ Raupach, A., Einkommensteuer- und Körperschaftsteuergesetz, Verlag Otto Schmidt KG, Köln.

Schmidt, K./ Uhlenbruck, W. (2003), Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz, 3. Aufl., Köln.

Weise, P. (1997), Kommentar zu Horst Eidenmüller: Insolvenzbewältigung durch Reorganisation, in: Effiziente Verhaltenssteuerung und Kooperation im Zivilrecht, Ott, C./Schäfer, H.-B. (Hrsg.), Tübingen, S. 173-180.

Weiss, L. (1990), Bankruptcy Resolution: Direct costs and violation of priority of claims, in: The Journal of Financial Economics, Bd. 4, S. 285–314.